

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LA POLITIQUE
DES BONS DU TRÉSOR
PENDANT LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Économique et Politique)

Présentée et soutenue le jeudi 2 février 1922, à 2 heures

PAR

Horia P. GRIGORESCO

Président : M. H. TRUCHY, professeur

Suffragants { *M. SOUCHON, professeur*
M. NOGARO, chargé de cours

PARIS

1922

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LA POLITIQUE DES BONS DU TRÉSOR PENDANT LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Économique et Politique)

Présentée et soutenue le jeudi 2 février 1922, à 2 heures

PAR

Horia P. GRIGORESCO



Président : M. H. TRUCHY, professeur

Suffragants { *M. SOUCHON, professeur*
M. NOGARO, chargé de cours

PARIS

—
1922

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

A LA MÉMOIRE DE MA MÈRE



Digitized by the Internet Archive
in 2026

CHAPITRE PREMIER

Les Bons du Trésor, élément principal de la dette flottante.

DÉFINITION. — CIRCONSTANCES DÉTERMINANT LEUR EMPLOI. —
CONDITIONS DE LEUR ÉMISSION.

Chaque Etat, devant faire face aux dépenses qui incombent à ses fonctions, ne peut pas se contenter des seules recettes budgétaires ; pour se défendre, pour pouvoir marcher avec son siècle, tout en ménageant les intérêts de ses citoyens, il est trop souvent forcé d'emprunter. La dette à long terme correspond à ces sortes de besoins.

A côté de cette dette, il y a la dette à très court terme, la dette flottante, constituée par divers moyens de Trésorerie.

La rentrée des impôts est plus ou moins irrégulière ; les recettes du budget, à un moment donné, ne produisent pas de quoi subvenir aux paiements à faire. L'Etat fera alors des prélèvements à son Trésor, qui, en dehors des fonds budgétaires qu'il encaisse, devra posséder d'autres ressources pour les prêter en cas de nécessité (1). Ces ressources sont procurées

(1) E. ALIX. *Traité élémentaire de science des finances et de législation financière française*, 1921.

par les moyens de Trésorerie, qui ne sont que des emprunts remboursables à court terme destinés à parer provisoirement aux demandes éventuelles de la part de l'Etat. Les principaux moyens de Trésorerie, les plus intéressants et les plus productifs sont certainement le concours de la Banque d'émission et l'appel au crédit public sous la forme de Bons du Trésor.

Les Bons du Trésor, créés en France par l'ordonnance du 4 août 1824 sous le nom de « bons royaux » par le baron Louis, le célèbre ministre des Finances, sont des titres de dette à très court terme variant de 1 mois à 12 mois au maximum (1) et portant un intérêt fixé d'après les circonstances et les dispositions du marché par le ministre des Finances. Un avis inséré au *Journal Officiel* porte sa décision à la connaissance du public.

Sur le marché monétaire de chaque pays prospère s'offre une grande masse de capitaux, dont les détenteurs n'ont pas l'emploi immédiat. Entre la réalisation des divers fonds et leur utilisation commerciale, industrielle, etc..., un intervalle de temps plus ou moins long s'écoule. Les particuliers ou les grandes institutions financières, seraient bien aises de pouvoir placer leur argent avec profit pendant cette période-là. Le Trésor profite de la situation. Il a besoin de tous ces fonds pour quelques mois, — il offre un intérêt qui ne peut pas être élevé à raison du peu de temps pour lequel les prêts lui sont consentis (2) — il les remboursera au fur et à mesure que les impôts rentrent. Pour cette opération il utilisera les Bons du Trésor, comme un moyen très pratique et très commode tant pour lui, que pour le prêteur.

A raison de la facilité d'émission, du succès que les Bons du Trésor peuvent avoir quand les disponibilités du marché

(1) Depuis 1877 seulement.

(2) GASTON JÈZE, *Cours élémentaire de science des finances...*, 1912.

sont grandes, le ministre des Finances ne sera-t-il pas tenté de s'en servir comme d'un moyen sûr pour alimenter sa caisse bien souvent gênée ? Il n'a qu'à relever ou abaisser le taux de l'intérêt qu'il offre, pour accroître ou restreindre la clientèle. Le danger est sans doute très grand. Il est une limite que la prudence ne doit pas dépasser ; autrement on risque d'augmenter la dette flottante, de l'alourdir, et de compromettre, de cette façon, le crédit public. C'est pour cela que, chaque année, une loi de finances fixe le maximum des Bons que le ministre des Finances est autorisé à émettre, maximum qui concerne non pas le chiffre des émissions successives, mais le total des Bons restant en circulation à chaque moment de l'année. Bien entendu, ce maximum ne comprend pas les Bons déposés à la Banque d'émission en garantie de ses avances permanentes. Ces bons, d'habitude à un taux minime, sont émis pour une période de trois mois facilement renouvelable jusqu'au jour où le Trésor pourra rembourser à la Banque les sommes prêtées.

Les Bons du Trésor sont de quotité essentiellement variable, suivant la demande de chaque souscripteur. Leur nature juridique est mixte (1) ; ils sont considérés tantôt comme des actes administratifs, tantôt assimilés à des effets de commerce. Les titres peuvent être transférés par les mêmes modes que les effets de commerce, c'est-à-dire soit au porteur soit par endossement. Des conflits peuvent souvent surgir entre les porteurs successifs des Bons du Trésor transmissibles par endossement ; les règles concernant les effets de commerce ont été souvent jugées applicables (2). Les mêmes contestations peuvent avoir lieu entre les porteurs de Bons et le Trésor public ; en France, les seules autorités compétentes pour

(1) V. MARCÉ. *Traité de la Comptabilité publique*.

(2) Art. 636 du Code de Commerce.

statuer en matière sont le ministre des Finances et le Conseil d'Etat (1). Différents arrêts même du Conseil d'Etat écartent toute assimilation des Bons du Trésor, avec les effets de commerce en ce qui concerne les rapports du Trésor et du porteur.

Le Trésor public peut se trouver dans une situation critique; l'ajournement du remboursement des Bons arrivés à échéance ou leur renouvellement contre le gré du porteur deviendront nécessaires. Ce sont des mesures qui bouleverseraient le marché et ébranleraient profondément le crédit public. Les souscripteurs des titres d'Etat perdront leur confiance; les banquiers, les compagnies et les institutions financières, qui font habituellement des placements en Bons du Trésor et qui les règlent d'après leurs propres échéances, pourraient se trouver amenés à suspendre leurs paiements. C'est pourquoi une pareille mesure, qui constituerait une si terrible menace ne pourra être prise qu'à la dernière extrémité, dans des circonstances exceptionnelles et seulement en vertu d'un acte de l'autorité souveraine (2).

Les Bons du Trésor, comme nous l'avons d'ailleurs vu, portent un intérêt variable d'après les besoins de la caisse publique ou d'après les dispositions du marché monétaire. Suivant qu'ils sont émis à un mois, à trois, à six ou à douze mois, le taux de cet intérêt est plus ou moins fort. L'Etat paiera sûrement plus le prêteur qui lui consent une avance

(1) Tribunal commercial de la Seine (8 octobre 1874).

(2) Décret du 15 mars 1848 :

...Considérant que les bons royaux, dont une partie a déjà été acquittée par le trésor de la République, figurent encore dans la dette flottante (872 millions) pour une somme de 274.533.900 francs ;

...Considérant que ces bons sont en majeure partie la propriété des capitalistes dont les intérêts ne sont pas directement liés à ceux de l'industrie et du commerce ;

...Considérant que ces bons ne seront pas stérilisés dans les mains

pour une longue période, que celui qui lui prête pour un ou deux mois. Les intérêts des Bons du Trésor sont calculés d'avance jusqu'à l'échéance et ajoutés au capital pour être remboursés en même temps (1). C'est ce qui va former l'objet d'une réforme salubre et qui facilitera le grand succès des émissions des Bons pendant la grande guerre.

Voilà expliquée la théorie des Bons du Trésor.

Très utiles et très pratiques comme moyen de trésorerie, élément principal de la dette flottante d'un Etat, les Bons du Trésor, par la facilité des conditions de leur émission, ont toujours constitué une ressource importante. Leur tâche dans les finances d'un Etat a été bien vue par M. Léon Say dans son discours à l'Assemblée nationale le 24 décembre 1873, quand il disait que rien n'est élastique comme l'émission des Bons du Trésor et quand il montrait que toutes les fois que la caisse de l'Etat était gênée, l'accroissement de la dette flottante au moyen de Bons du Trésor a pu lui procurer rapidement de l'argent.

Mais personne, sans doute, n'a pu prévoir l'importance et l'utilité que ces Bons du Trésor pourront avoir un jour. La

des détenteurs parce que les intérêts continueront d'être servis à raison de 5 % ;

Sur la proposition du ministre des Finances,

Décète :

A partir du jour de la promulgation du présent décret et jusqu'à la décision de l'Assemblée nationale, les détenteurs des bons royaux, créés antérieurement à la date du 24 février 1848, pourront les échanger contre des coupons de l'emprunt national, rente 5 % au pair. Dans le cas où l'échange ne serait pas accepté, ces bons seront remboursés par le trésor public, en espèces, dans les 6 mois du jour de leur échéance.

(1) Décret du 31 mai 1862.

grande Guerre nous a démontré qu'à côté de l'indice d'espoir, de sûreté et de confiance dans la victoire suprême, les Bons du Trésor ont joué un rôle déterminant dans les finances publiques des pays belligérants.

C'est ce que nous nous proposons d'étudier.

CHAPITRE II

Les Bons du Trésor et leur emploi en France.

§ 1. LES BONS DU TRÉSOR AVANT LA GUERRE.

Restauration et Empire. — Guerre de 1870-1871.

Pendant la Restauration et la Monarchie de juillet, les Bons du Trésor ont été largement utilisés, si bien qu'à la déclaration de la Révolution de 1848 leur circulation était d'à peu près 300 millions de francs. Pendant le second Empire, on dépassait bien souvent le montant fixé par le budget ; la limite n'était pas strictement rigoureuse ; un décret inséré au *Bulletin des lois* pouvait la relever à la condition d'être soumis aux Chambres dans leur plus prochaine session.

D'une manière bien différente se présente l'emploi des Bons pendant la guerre de 1870-1871.

Le Gouvernement de la Défense nationale, siégeant à Paris, décide, par un décret en date du 17 septembre 1870, que les remboursements des fonds des Caisses d'épargne exigibles à partir du 22 du même mois, ne seraient provisoirement effectués que jusqu'à concurrence de 50 francs par livret et que, pour le surplus, les déposants auraient droit, s'ils le demandaient, à un Bon du Trésor (1). La Délégation du

(1) REVUE DE SCIENCE ET DE LÉGISLATION FINANCIÈRE, 1914.

J. HARISTOY. *Les opérations financières de la guerre de 1870-1871.*

Gouvernement à Tours, institua un service spécial d'émission des Bons du Trésor par décret du 11 octobre 1870. L'instrument de crédit une fois créé pour le remboursement des fonds déposés aux caisses d'épargne, on l'utilisa pour le paiement des fournisseurs d'Etat. Le 21 octobre de la même année, les divers départements ministériels furent invités par la Direction générale de la comptabilité publique à stipuler dans les marchés que le prix des fournitures serait payable partie en numéraire et partie en Bons du Trésor à diverses échéances, avec ou sans intérêts. Ce moyen peu engageant pour les fournisseurs, et dangereux pour le crédit de l'Etat, cessa d'être employé en janvier 1871. D'ailleurs, le montant des Bons du Trésor émis par la Délégation du Gouvernement de la Défense ne s'éleva qu'à 62 millions, dont 26 seulement à l'ordre des fournisseurs. Le 31 janvier 1871, après l'armistice, le montant n'était plus que de 56 millions, par suite des remboursements opérés. Quoiqu'ils produisaient un intérêt de 5 ou 6 %, ils avaient peu de faveur dans le grand public. Les fournisseurs ne pouvant les négocier sur les marchés étrangers que sous déduction d'un escompte de 10 à 15 %, s'indemnisèrent de cette dépréciation en stipulant dans leurs contrats des prix plus élevés. *

Contre ces deux dispositions du Gouvernement de la Défense, des protestations se firent entendre. L'ambassadeur d'Italie, dans une note adressée au ministère des Affaires étrangères, après avoir soutenu qu'en vertu des stipulations internationales, les Italiens, en leur qualité d'étrangers, sont exempts en France de tout emprunt forcé, concluait qu'ils avaient droit au remboursement intégral en numéraire de leurs dépôts aux caisses d'épargne. Le Gouvernement de la Défense nationale répondit qu'il s'agissait d'un sursis de paiement et que les déposants créanciers des Caisses d'épargne

pouvaient être remboursés du dépôt volontaire qu'ils avaient fait au moyen de Bons du Trésor.

Nous avons fait remarquer cette façon d'agir du Gouvernement de 1870, parce que nous verrons que plus tard, au commencement de la guerre de 1914, une mesure semblable n'aura pas plus de succès que les deux autres.

Jusqu'en 1876, par une habile politique financière, en élevant le taux de leur intérêt, M. Léon Say, le ministre des Finances, sut se procurer à bon compte au moyen des Bons du Trésor des capitaux importants. Dans les années qui suivirent cette époque le recours aux Bons du Trésor a été presque complètement abandonné (1), pour qu'à partir de 1902 on se rende de nouveau compte des avantages qu'un pareil moyen de trésorerie peut apporter à la caisse publique (2)

§ 2. SITUATION GÉNÉRALE FINANCIÈRE A LA DÉCLARATION DE
GUERRE ET DISPOSITIONS PRISES AU COMMENCEMENT DES
HOSTILITÉS.

Dette publique. — L'Emprunt de 805 millions. — Emprunts à la Banque de France.

Pour pouvoir bien comprendre le rôle que les Bons du Trésor seront appelés à jouer dans les finances publiques pendant toute la durée de la guerre de 1914-1918, il faut que nous nous rendions compte de la situation financière de la France au jour de la mobilisation générale.

(1) En 1882 on n'en émit que pour 2.500.000 francs ; au 1^{er} janvier 1888, les Bons en circulation atteignaient la somme de 16 millions.

(2) La loi du 9 juillet 1902 § 3 de l'art. 10, fixe le maximum des Bons à émettre à 500 millions.

Le pays, qui ne s'attendait pas à la guerre, n'était point préparé pour supporter les énormes exigences d'argent qu'un pareil événement réclamait. A la différence de l'Allemagne où la mobilisation financière était bien réglée d'avance, la France dut tout improviser, pour pouvoir faire face aux besoins du moment.

L'ensemble de sa dette publique atteignait le 31 juillet 1914 la somme de..... 34.188.147.969 francs
ainsi répartis :

Dette perpétuelle et à terme.....	32.579.362.769	»
Dette flottante	1.608.785.200	»

Les Bons du Trésor ne rentraient dans la constitution de cette dette flottante que pour une somme de..... 427.521.400 »

D'autre part, pour couvrir les dépenses suscitées par le vote de la loi de trois ans, — mesure prise comme réponse aux énormes préparatifs de l'Allemagne, — et pour combler le déficit du budget, une loi du 20 juin 1914 décida l'émission d'un emprunt de 805 millions en rentes amortissables 3,50 %. Un décret du 24 juin et l'arrêté ministériel du 25 juin 1914 rendus conformément à la loi, fixèrent au 7 juillet courant l'émission de l'emprunt. La guerre surprend la Trésorerie en pleine émission (1).

L'argent, évidemment, allait manquer. Quelles mesures le Gouvernement allait-il prendre pour pouvoir supporter les premières dépenses ?

Comme en 1870, la Banque de France pouvait être d'un réel service au Gouvernement. Le 5 août 1914 une loi fut

(1) F. J. COMBAT, *Les finances publiques et la guerre*, 1915.

votée qui portait augmentation de la faculté d'émission des banques de France et d'Algérie.

Bien avant la déclaration de la guerre, quelques jours après le règlement franco-allemand de l'affaire d'Agadir, une convention était conclue entre le gouverneur de la Banque de France et le ministre des Finances, M. Klotz. La Banque s'engageait, en cas de mobilisation, à mettre à la disposition de l'Etat une somme de 2.900.000.000 francs, à titre d'avance. Cette convention, qui est demeurée secrète jusqu'au moment de son application, fut ratifiée par l'article 4 de la loi du 5 août 1914. Le cours forcé des billets édicté par les dispositions de l'article 5 de la convention conclue en 1911, fut établi en même temps.

§ 3. LES BONS DU TRÉSOR PENDANT LA GUERRE

Élévation du taux d'intérêt des Bons du Trésor ; création des Bons de la Défense nationale par le décret du 13 septembre 1914, résultat de l'impossibilité du recours aux impôts, aux emprunts à longue échéance et aux avances continues de la Banque de France ; avantages procurés aux souscripteurs ; succès des émissions ; reproche adressé aux grands capitalistes. — Utilité et rôle des Bons du Trésor.

Leur circulation sur le marché. — Leur quantum dans les recettes publiques. — Leur utilisation pour l'alimentation des caisses des départements et des communes. — Leur emploi au paiement des réquisitions. — L'utilisation des Bons du Trésor pour le rétablissement du change et pour l'obtention des disponibilités à l'étranger. — L'aide aux Alliés.

Le danger des émissions considérables ; les grands emprunts.

Certainement ce n'était pas assez. Il ne s'agissait pas de financer seulement la mobilisation. Ce n'était pas avec

2.900 millions qu'on pouvait soutenir une guerre qui s'annonçait dure et pleine de sacrifices.

On pensa aux Bons du Trésor. Une loi du 5 août 1914 (1) en accordant au Gouvernement le pouvoir d'ouvrir provisoirement et pendant la prorogation des Chambres, « tous les crédits supplémentaires et extraordinaires nécessaires aux besoins de la Défense nationale par des décrets rendus en Conseil d'Etat, après avoir été délibérés et approuvés en Conseil des Ministres », lui accordait en même temps le pouvoir d'emprunter à court terme.

Comme au lendemain de la guerre de 1870-1871 on crut que, par une élévation du taux de l'intérêt des Bons du Trésor, l'argent allait envahir les caisses de l'Etat. Le 19 août 1914, une décision du ministre des Finances fixa l'intérêt attaché aux Bons, à partir du 20 août 1914 inclusivement, à :

1 %	pour les Bons de un à moins de 6 mois
4 %	— six mois à moins d'un an
5 %	— d'un an

Des décrets pris en Conseil d'Etat par application de la loi du 5 août 1914, qui ouvraient des crédits additionnels, fixaient en même temps le maximum du montant des Bons à émettre (2).

(1) Loi dont la constitutionnalité est d'ailleurs contestée. Voyez G. JÈZE : *Les Finances de guerre de la France*, dans la REVUE DE SCIENCE ET DE LÉGISLATION FINANCIÈRE, 1915.

(2) Décret du 1^{er} septembre 1914 augmentant jusqu'à concurrence de 940 millions le montant des Bons du Trésor. — Le décret spécial du 3 décembre 1914 porte l'augmentation jusqu'à 1.400 millions. (Il n'ouvrait aucun crédit additionnel.)

Plus tard, le Parlement autorisait lui-même, au fur et à mesure, les émissions des Bons du Trésor :

Une remarque s'impose. Les intérêts des Bons du Trésor continuent à être calculés d'avance jusqu'à l'échéance et ajoutés au capital pour être remboursés en même temps. Or, qui constituait la clientèle habituelle de ces sortes de titres d'Etat ? Jusqu'ici les Bons du Trésor avaient été réservés aux établissements de crédit, aux banques, aux chambres de commerce, aux compagnies de chemin de fer — en un mot à des institutions que la guerre surprend, qui cherchent à aplanir leurs difficultés financières et dont les ressources restent immobilisées en grande partie. Encore, elles cherchent même à réaliser les titres qu'elles possèdent, elles font encaisser les Bons qui arrivent à l'échéance pour pouvoir faire face aux engagements et malgré le taux d'intérêt assez tentant, elles ne souscrivent plus aux Bons du Trésor. De cette façon, le 13 septembre 1914, le montant de leur circulation était d'environ 350 millions. Le résultat, décidément, n'était pas encourageant.

Sans doute, on a beaucoup critiqué l'absence d'un programme financier, le manque d'énergie des gouvernants ; on leur a reproché le peu de courage qu'ils montraient en matière fiscale et leur refus de recourir aux grands moyens : l'institution et l'augmentation des impôts et l'émission des grands emprunts. Malgré toutes ces critiques, la vérité reste bien évidente. Nulle part, ni en Allemagne où pourtant la guerre était prévue et la mobilisation financière bien préparée, ni en Angleterre qui continuait à travailler et n'avait pas à souffrir des dévastations de la guerre, le recours aux moyens cités

Loi du 10 février 1915 élève le montant à 3.500 millions

— 27 mars 1915 — — 4.500 —

— 18 mai 1915 — — 6 milliards et autorise

le Gouvernement à créer des Bons du Trésor, pour être escomptés par le Gouvernement britannique à concurrence d'une somme de 1.059.500.000 francs.

n'eut pas d'application pendant la première période des hostilités.

Moins en France que partout ailleurs.

Le recours à l'impôt était-il possible quand des millions d'hommes aptes à produire étaient mobilisés, quand la région la plus riche de la France était envahie, quand la stagnation des affaires était générale et quand les soucis et les épreuves étaient si dures ? N'oublions pas d'ailleurs que la guerre surprend la France en train de changer complètement son système fiscal. Si au moins le changement avait été accompli avant les journées d'août 1914 ! Et encore la situation restait peu propice à l'établissement et à l'augmentation des impôts.

Mais, on l'a dit, l'émission d'un grand emprunt à longue échéance était désirable et nécessaire. On oubliait dans les critiques que des raisons d'ordre politique et économique s'y opposaient (1).

La situation politique n'était décidément pas brillante. Le Gouvernement était à Bordeaux ; l'invasion allemande et l'occupation du nord de la France ne permettaient pas d'engager une pareille opération. La crise des transports et de la main-d'œuvre suivaient de près la mobilisation générale. La situation économique et financière des banques et des établissements de crédit — intermédiaires habituels d'une si vaste opération — ne pouvait pas inspirer la confiance du public. Le moratorium était déclaré. La Bourse était fermée et la liquidation des opérations du 31 juillet 1914 était ajournée. Les trésoriers-payeurs généraux avaient perdu leur ancienne clientèle (2). Enfin « l'émission de 805 millions de rentes amortissables 3 1/2 % n'était point classée et les versements

(1) G. JÈZE, *Les Finances de guerre de la France*, dans la REVUE DE SCIENCE ET DE LÉGISLATION FINANCIÈRE, 1915.

(2) G. LACHAPELLE, *Nos finances pendant la guerre*.

n'avaient atteint, au commencement de septembre, que 300 millions ». Pour pouvoir contracter un nouvel emprunt, il fallait liquider celui autorisé par la loi du 20 juin 1914. C'est ce que M. Ribot fit d'ailleurs par le décret du 11 septembre 1914.

Telle était la situation.

A qui faire appel ? De nouveau à la Banque de France ? La guerre s'annonçait dure et sûrement on ne gagnerait rien en recourant de si tôt aux avances continues de la Banque. M. Ribot, qui était alors ministre des Finances, comprit le danger. Il se rendit parfaitement compte que, s'il ne ménageait pas le crédit de la Banque d'émission, il provoquerait vite un accroissement de la circulation, qui pouvait faire déprécier le billet de banque. Il fallait trouver quelque chose. Il fallait faire rentrer même dans les caisses de la Banque les billets qui en étaient sortis pour les besoins de l'Etat ; la circulation des instruments de paiement ne devait pas dépasser certaines limites. Une combinaison heureuse fut trouvée : le recours aux Bons du Trésor, qui cette fois prendront un autre nom : *les Bons de la Défense nationale*, dont l'émission, par l'originalité du procédé et par l'innovation qu'ils vont apporter dans les habitudes financières du Trésor, constitueront un important événement.

Un décret du 13 septembre 1914 accomplit cette réforme.

Le rapport de M. Ribot au Président de la République, précédant le décret, est à citer intégralement :

Bordeaux, le 13 septembre 1914.

« MONSIEUR LE PRÉSIDENT,

« Le montant des Bons du Trésor en circulation ne dépasse pas en ce moment 350 millions de francs. Il est donc très au-dessous du chiffre qu'il pourrait atteindre.

« Le Trésor a besoin de ressources et il ne peut pas les demander uniquement à la Banque de France. Aussi nous paraît-il opportun de faire appel au public pour le placement d'une partie au moins des Bons que nous sommes autorisés à émettre. Cela implique un changement dans les habitudes et les procédés de notre trésorerie. Les Bons du Trésor ont été jusqu'à ce jour réservés en fait à une clientèle restreinte composée surtout d'établissements de crédit, de banques, de chambres de commerce, etc. Les ressources de ces établissements étant, pour la plus forte part, immobilisées dans les circonstances actuelles, nous ne pouvons pas, pour l'instant, nous adresser à eux.

« D'autre part, il serait bon que le Trésor, qui avait autrefois sa clientèle à lui par l'entremise des trésoriers généraux, reprît peu à peu le contact avec elle et s'appliquât même à l'étendre en mettant les Bons du Trésor à la portée du public.

« Deux mesures sont à prendre pour arriver à ce résultat : 1^o émettre des Bons d'un chiffre plus élevé ; 2^o assurer leur placement par l'intermédiaire des comptables directs du Trésor, des receveurs des administrations financières et des receveurs des postes.

« Nous pouvons espérer que malgré les difficultés de l'heure présente un grand nombre de nos compatriotes auront à cœur de contribuer, dans la mesure de leurs ressources, à la défense nationale, en prenant des Bons du Trésor dans des conditions d'ailleurs avantageuses.

« Les Bons mis à la disposition du public seront de 100, 500 et 1.000 francs.

« Ils auront une durée de 3 mois, 6 mois ou 1 an.

« L'intérêt, qui sera fixé par une disposition du ministre des Finances, sera déduit du montant du versement à faire par le preneur.

« Nous vous proposons de décider que les Bons émis pen-

dant la durée des hostilités porteront la mention: « *Bons de la Défense nationale* » et seront admis au pair pour la libération des souscripteurs à tous emprunts futurs, avec droits de préférence pour les souscripteurs à concurrence du montant des Bons qu'ils remettront au Trésor.

« Il sera alloué aux comptables une remise dont le montant sera fixé par un arrêté du ministre des Finances.

« Si vous approuvez ces propositions, nous vous prions de revêtir de votre signature le projet de décret ci-joint.

« Veuillez agréer, etc., etc... ».

On manquait de ressources ; on s'adressait directement au grand public, en changeant et en élargissant la clientèle spéciale des Bons du Trésor, auparavant formée exclusivement par les banques et les institutions de crédit ; une clientèle personnelle du Trésor se refaisait par l'entremise directe de ses agents. De cette façon, de l'argent frais devait rentrer dans la caisse publique, en permettant en même temps le retrait d'une grande quantité de billets de banque qui affluaient sur le marché et qui faisaient renchérir la vie.

L'échéance était brève et convenait à tous ceux qui possédaient des disponibilités ; l'intérêt était élevé et payé d'avance (en le déduisant du montant du versement à faire par le preneur) ; l'Etat inspirait beaucoup plus de confiance que les grandes banques qui eurent peu d'égards envers leurs déposants. Le succès était assuré.

Quels étaient les avantages présentés par les nouveaux Bons de la Défense nationale ? Ils étaient considérables (1).

1) Pour convenir à toutes les situations, pour pouvoir permettre leur souscription par toutes les bourses, les Bons

(1) GASTON JÈZE. Op. cit... dans la REVUE DE SCIENCE ET DE LÉGISLATION FINANCIÈRE, 1915.

de la Défense nationale étaient émis à 3 mois, à 6 et à 12 mois d'échéance en coupures de 100, 500 et 1.000 francs.

2) L'intérêt nominal fut fixé à 5 % ; réellement, étant payé par avance, le taux était supérieur à 5 % et présentait cet attrait d'être uniforme pour tous les Bons (1). En plus, l'intérêt était exempt d'impôt.

3) On garantit aux souscripteurs des Bons de la Défense nationale qu'en cas d'émission des emprunts futurs à des conditions plus avantageuses, ils pourront échanger leurs Bons contre des titres de rente du nouvel emprunt ; un droit de préférence était accordé aux souscripteurs à concurrence du montant des Bons qu'ils remettraient au Trésor. Les Bons seraient repris au pair, sous déduction bien entendu de l'intérêt correspondant au temps qui resterait à courir.

4) La Banque de France, qui avait elle-même un grand intérêt au placement rapide des Bons, pour faciliter leur achat, prend une mesure tout à fait favorable aux souscripteurs : elle décida d'escompter trois mois avant l'échéance les Bons en circulation, c'est-à-dire de les rembourser simplement en déduisant l'intérêt qui était payé d'avance ; aux porteurs de Bons à une échéance supérieure à 3 mois, elle consentait une avance de 80 % aux taux habituels d'intérêt.

5) Le placement des Bons de la Défense nationale a été confié aux comptables directs du Trésor. On pouvait souscrire aux guichets des receveurs des administrations financières et des receveurs de postes, qui pour leur zèle et pour le travail supplémentaire qu'ils fournissaient, étaient rémunérés par une commission spéciale à eux allouée. Cet adroit procédé avait l'avantage « de rapprocher le plus possible des souscripteurs les guichets de délivrance et d'échange des Bons ».

(1) Quelques mois plus tard l'intérêt des Bons à trois mois fut abaissé à 4 %.

Des conditions tellement avantageuses devaient assurer le succès de l'émission des nouveaux Bons du Trésor. Les souscripteurs s'empressèrent et on émit pendant les mois de septembre, d'octobre, de novembre et de décembre 1914 pour 1.697.288.000 francs de Bons de la Défense.

L'émission augmentait de jour en jour ; sans doute, elle n'était pas suffisante pour correspondre à toutes les dépenses de guerre. Le Gouvernement emprunta à la Banque de France ; mais, si pendant les premiers mois de guerre la proportion entre le recours à la Banque et l'appel au public était de trois quarts pour la Banque et d'un quart seulement pour le public, la situation change dès le commencement de l'année 1915. Dans son discours du 18 mai 1915 (1) sur le projet de loi ayant pour objet d'élever la limite d'émission des Bons du Trésor, M. Ribot, le ministre des Finances, le constate lui-même :

« ... Qu'avons-nous pris à la Banque de France durant ces trois mois ? (depuis le 15 décembre jusqu'au 15 mars). Nous lui avons pris 1.300 millions en décembre, rien en janvier, 600 millions en février et 100 millions dans la première quinzaine de mars... D'autre part, les Bons de la Défense nationale, déduction faite de tous les remboursements, nous ont donné en chiffres ronds, dans ces trois mois, 2.500 millions, 2.473 millions si je ne me trompe... Qu'est-ce à dire ? C'est que la proportion a été mathématiquement renversée. Jusqu'au 15 décembre, c'est la Banque qui faisait le grand effort et qui nous donnait les trois quarts des ressources dont nous avions besoin ; depuis le 15 décembre jusqu'à ce jour, c'est le pays qui fait lui-même l'effort. C'est lui qui nous fournit les trois

(1) JOURNAL OFFICIEL. *Ch. des Députés. Débats in extenso*. Tome I, 1915.

quarts de nos ressources (1), en nous apportant ses épargnes et les sommes disponibles et en les apportant plus largement même que nous ne pouvions l'espérer. Et ce mouvement ne se ralentit pas ; car, dans les dix derniers jours, les souscriptions aux Bons de la Défense nationale, déductions faites des remboursements et renouvellements, se sont élevées à 280 millions, ce qui fait 28 millions par jour. Voilà, messieurs, la situation très simple, très nette ; voilà les chiffres précis que je peux vous apporter... On peut railler ailleurs (2), avec un esprit dont je goûte tout l'atticisme, cette émission des Bons du Trésor ; je ne répondrai pas du haut de cette tribune : cela ne serait pas digne de moi. Mais il y a quelque chose de singulièrement réconfortant dans cet élan du pays, qui a compris qu'il doit s'associer à la défense nationale par tous les moyens et qui apporte si généreusement toutes les sommes dont il peut disposer... »

Le résultat dépassait évidemment les prévisions du Gouvernement. Un reproche se faisait toutefois entendre. Il s'adressait aux grands capitalistes du pays. Malgré la promesse d'un intérêt capable d'inciter le placement des fortes sommes, — intérêt dont l'élévation du taux a été vivement critiquée (3), — malgré la promesse du Ministre de faire bénéficier les proprié-

(1) M. RIBOT ajoute aux 2.500 millions de Bons de la Défense, 250 millions de versement sur le 3,50 % et 235 millions d'obligations décennales.

(2) Allusion à la déclaration de M. HELFFERICH, ministre du Trésor allemand, qui avait appelé les nouveaux Bons de la Défense des « *ribotins* ».

(3) On disait que le ministre des Finances devait imiter l'exemple de l'Angleterre qui réussit à placer en même temps 2.500 millions de francs en Bons du Trésor, à un taux d'intérêt ne dépassant pas 3 1/2 % : et encore, ces Bons ne procuraient aucun avantage spécial et n'étaient pas exempts d'impôt.

taires des Bons des avantages des emprunts futurs, la grosse épargne s'abstenait dans l'espoir des placements plus avantageux. M. Ribot, dans son discours du 25 juin 1915 sur l'adoption d'un projet de loi portant ouverture de crédits provisoires applicables au troisième trimestre de 1915, après avoir de nouveau montré la part toujours plus grande que les Bons de la Défense prennent dans les ressources du pays, dit :

« ... Les Bons et Obligations de la Défense nationale continuent de se placer régulièrement. Ce sont de petits capitaux, plutôt que des gros. Je ne fais pas un procès de tendance... Il y a une tendance de la part des capitaux à se réserver, parce qu'on prévoit pour l'avenir des placements plus avantageux. Cependant, devançant ce qui vient d'être fait en Angleterre, nous avons promis à tous ceux qui prendraient des Obligations de la Défense nationale qu'ils pourraient les convertir en titres de futurs emprunts, si ces titres étaient plus avantageux... Je fais appel du haut de cette tribune, comme je l'ai fait tout à l'heure, au patriotisme de tous sans distinction, petits, riches et moyens. Nous avons tous le devoir d'apporter ce que nous pouvons ; il le faut... (1) »

M. Ribot n'a fait que rappeler à l'ordre le gros capital qui se cachait malgré les exhortations qui depuis longtemps lui étaient faites.

M. le sénateur Aimond, dans son rapport (2) du 29 janvier 1915, fait au nom de la Commission des Finances, chargée d'examiner le projet de loi adopté par la Chambre des Députés, autorisant l'émission d'obligations à court terme, nous donne le tableau suivant :

(1) JOURNAL OFFICIEL. *Débats in extenso. Chambre des Députés*, 1915. Tome II.

(2) JOURNAL OFFICIEL. *Sénat. Documents parlementaires*, 1915.

*Bons de la Défense nationale du 15 septembre
au 31 décembre 1914*

Coupures de :	Nombre de coupures	Francs
100 francs.....	600.369 soit.....	60.036.900
500 —	282.868 —	141.434.000
1.000 —	723.008 —	723.008.000
5.000 —	63 —	315.000
10.000 —	25.659 —	256.590.000
50.000 —	143 —	7.150.000
100.000 —	2.562 —	256.200.000
500.000 —	147 —	73.500.000
1.000.000 —	169 —	169.000.000
		1.687.233.900
	Diverses.....	10.267.300
		1.697.501.200

Et il ajoute : « Ainsi les coupures de 100, 500 et 1.000 francs produisent plus de la moitié de la souscription totale » (924.478.900 francs sur un total de 1.697.501.200 francs).

Dans son rapport du 18 mars (1) sur l'élévation de la limite d'émission des Bons du Trésor, M. Emile Aimond déclare :

« Au surplus, pour peu que l'on réfléchisse, on ne peut pas être surpris de ce qui se passe et de l'empressement du public, à nous apporter depuis plus de trois mois une moyenne de 30 millions par jour ».

Naturellement on protesta. On répondit que les grands capitaux eurent beaucoup à souffrir à cause de la guerre et M. Yves Guyot (2) rappela aux critiques que des centaines de

(1) JOURNAL OFFICIEL. *Sénat. Documents parlementaires*, 1915.

(2) JOURNAL DES ECONOMISTES, 1915.

millions étaient engagées à l'étranger et surtout en Autriche-Hongrie, immobilisées et improductives pendant toute la durée des hostilités. Ce fut d'ailleurs une abstention passagère qui n'empêcha pas le succès grandissant de ce genre d'emprunt. Des avantages plus considérables ne s'offriront pas et les capitalistes de toutes catégories comprirent que s'ils voulaient que leur argent soit bien placé à tous les points de vue, ils n'avaient qu'à le transformer en Bons de la Défense nationale. Il n'existait pas d'autre moyen ; la crise économique sévissait, le commerce et l'industrie ne demandaient pas les fortes sommes qui autrefois constituaient leurs fonds de roulement et qui pour le moment et pendant toute la durée de la guerre ne trouveront pas un placement plus sûr et plus productif. En attendant les événements et escomptant la reprise des affaires, toutes ces disponibilités, temporairement dans la pensée de leurs propriétaires, se dirigent vers la caisse publique sous la forme des Bons de la Défense nationale.

La confiance dans le crédit de l'Etat et dans la victoire définitive était inébranlable ; elle constituait un stimulant important et parfois dans le montant des émissions nouvelles, on pouvait lire la situation favorable ou défavorable du pays.

Pour pouvoir nous rendre compte du réel service et du chiffre exact des ressources que les Bons de la Défense nationale ont apporté au Trésor public, nous reproduisons le tableau publié par M. Georges Lachapelle dans son récent ouvrage : « *La vérité sur notre situation financière* (1) ».

Les Bons du Trésor ordinaires n'ont joué qu'un rôle secondaire pendant tout ce temps. Leur clientèle habituelle préféra les Bons de la Défense plus faciles à manier, plus productifs et plus avantageux, avec raison d'ailleurs. Leur taux d'intérêt fixé le 19 août 1914 à 1 % pour les Bons d'un mois à moins

(1) Chez G. Roustant, 1921, Paris. Pages 168 et suiv.

ÉMISSIONS ET CIRCULATION

DES

BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

(non compris les Bons de 20 francs et de 5 francs
et les Bons du Trésor)

PÉRIODES	ÉMISSIONS	EXTINCTION par rembourse- ment, renouvel- lement ou application à d'autres em- prunts	AUGMENTATIONS	EN CIRCULATION à la fin du mois
(En millions de francs)				
Année 1914				
Septembre	132	»	132	132
Octobre	362	»	362	515
Novembre	271	»	271	783
Décembre	911	78	833	1.619
Année 1915				
Janvier.....	997	138	859	2.478
Février.....	695	155	540	3.018
Mars.....	1.491	538	952	3.970
Avril.....	1.054	696	367	4.338
Mai.....	995	219	776	5.114
Juin.....	1.429	950	479	5.593
Juillet.....	1.749	924	826	6.418
Août.....	1.273	715	558	6.977
Septembre.....	1.763	1.067	697	7.674
Octobre.....	2.096	1.237	859	8.533
Novembre.....	1.453	1.169	284	8.817
Décembre.....	1.381	3.236	—1.854	6.963
Année 1916				
Janvier.....	2.053	1.207	846	7.809
Février.....	1.696	935	761	8.570
Mars.....	2.063	1.350	712	9.283
Avril.....	2.172	1.435	737	10.020
Mai.....	2.340	1.109	1.231	11.251
Juin.....	2.134	1.296	838	12.089

(1) Conséquence d'un emprunt en rentes perpétuelles.

PÉRIODES	EMISSIONS	EXTINCTION par rembourse- ment, renouvel- lement ou application à d'autres em- prunts	AUGMENTATIONS	EN CIRCULATION à la fin du mois
(En millions de francs)				
Juillet.....	2.862	1.791	1.070	13.159
Août.....	2.657	1.641	1.016	14.173
Septembre.....	2.842	1.944	898	15.074
Octobre.....	2.603	3.489	-3.484 ¹	11.590
Novembre.....	2.276	1.685	591	12.181
Décembre.....	1.975	1.583	392	12.574
Année 1917				
Janvier.....	2.751	1.904	847	13.421
Février.....	2.656	1.724	932	14.353
Mars.....	3.002	2.002	1.000	15.353
Avril.....	3.089	2.054	1.035	16.388
Mai.....	3.201	2.086	1.115	17.503
Juin.....	2.964	1.952	1.012	18.515
Juillet.....	3.793	2.689	1.104	19.619
Août.....	3.655	2.513	1.142	20.761
Septembre.....	3.716	2.846	870	21.631
Octobre.....	4.257	3.350	907	22.538
Novembre.....	4.071	2.935	1.136	23.674
Décembre.....	2.944	7.097	-4.153 ¹	19.521
Année 1918				
Janvier.....	3.764	3.029	735	20.256
Février.....	3.863	2.888	975	21.231
Mars.....	3.846	3.067	779	22.010
Avril.....	3.919	3.376	543	22.553
Mai.....	4.198	2.665	1.533	24.086
Juin.....	2.566	2.160	406	24.492
Juillet.....	3.830	2.948	882	25.374
Août.....	4.524	3.446	1.078	26.452
Septembre.....	4.296	2.737	1.559	28.011
Octobre.....	4.997	2.267	2.730	30.741
Novembre.....	3.842	1.644	2.198	32.939
Décembre.....	4.146	14.751	-10.605 ¹	22.334

(1) Conséquence d'un emprunt en rentes perpétuelles.

de 6 mois, à 4 % pour ceux de 6 mois à moins d'un an et à 5 % pour ceux d'un an, reste le même jusqu'au 23 avril 1918 en continuant d'être payé à l'échéance en même temps que le capital ; de sorte que si le montant des Bons ordinaires s'élevait le 31 juillet 1914 à 434 millions et demi, il n'est que de 149 millions au 31 décembre 1914, de 43 1/2 millions au 31 décembre 1915, de 44 millions à la fin de 1916 et de 30 millions à la fin de 1917. Le 23 avril 1918, par une décision ministérielle (1), l'intérêt des Bons du Trésor a été fixé à :

3 %	pour les Bons d'un mois à moins de deux mois ;
3,50 %	— de deux mois à moins de six mois ;
4 %	— de six mois à moins d'un an ;
5 %	— d'un an.

En outre l'intérêt sera payé par anticipation comme pour les Bons de la Défense nationale (2). La situation changea et tandis qu'à la fin de 1917 le montant des Bons du Trésor n'était que de 30 millions, le 31 décembre 1918 il s'éleva jusqu'à 584.933.000 francs.

Si les ressources générales de la Trésorerie s'élèvent pendant les 5 mois de 1914 (à partir du 1^{er} août 1914 jusqu'au 31 décembre 1914), à 6.782 millions, si en 1915 le chiffre atteint 24.214 millions, en 1916 29.879 millions, en 1917 37.811 et en 1918 46.765 millions de francs, les Bons de la Défense nationale, pour les mêmes périodes de temps, représentent une quantité appréciable d'argent dans le total de ces sommes ; on n'a qu'à regarder le tableau reproduit pour pouvoir apprécier l'apport incontestable du nouveau genre d'emprunt institué par M. Ribot.

(1) JOURNAL OFFICIEL, 1918.

(2) Discours de M. Klotz à la Chambre des Députés le 29 déc. 1919.

Les Bons du Trésor n'ont pas été utilisés par l'Etat seulement pour alimenter sa caisse appauvrie.

Les départements et les communes se trouvaient bien embarrassés pour assurer leur service de trésorerie, par suite de l'augmentation de leurs dépenses et de la diminution de leurs recettes résultant des circonstances actuelles. Que faire ? S'adresser à l'Etat et obtenir des avances ? L'Etat devait réserver ses ressources pour faire face aux dépenses de la guerre et ne pouvait donc pas leur venir en aide. Recourir à un grand emprunt émis sur le marché, — autorisé et garanti par l'Etat, telle que l'habitude en existait depuis longtemps ? C'était impossible. Le Trésor public se réservait cette ressource et ne pouvait pas admettre que les disponibilités du moment se dirigeassent d'un autre côté et que le placement des Bons de la Défense nationale eût à en souffrir. On trouva une solution et ce fut l'autorisation des communes et des départements par décrets rendus en Conseil d'Etat à émettre une sorte de Bons du Trésor : *les Bons départementaux et communaux*.

Le rapport qui précéda le décret du 21 septembre, après avoir expliqué les motifs pour lesquels l'Etat ne peut pas subvenir aux besoins des communes et départements, indique les modalités d'émission des Bons départementaux et communaux. Les décrets fixeront, s'il y a lieu, le maximum des Bons à émettre, leur quotité, le taux d'intérêt et la date de remboursement. Les Bons ne pourront pas être escomptés par la Banque de France, parce que le régime de cet établissement ne lui permet d'escompter en dehors des effets de commerce que des Bons du Trésor public. D'autre part, la Banque doit à l'heure présente réserver à la Défense nationale tout ce qui n'est pas indispensable pour permettre à l'industrie, au commerce et à l'agriculture de vivre. Un des premiers décrets pris, fut celui du 7 novembre 1914, par lequel on autorisa

la Ville de Paris à émettre des Bons municipaux à concurrence d'une somme maximum de 120.000.000 francs. Les Bons seront à l'ordre et au porteur ; leur durée serait d'un an et l'intérêt effectif n'excédera pas 6 %. Ils seront admis pour la libération des souscriptions aux emprunts qui seraient émis par la Ville de Paris avant la date d'échéance des Bons, avec droit de préférence pour les souscripteurs, jusqu'à concurrence du montant des Bons qu'ils remettront à la caisse municipale. La Ville de Paris, en vertu de ce décret, émit des Bons municipaux de 100, 500, 1.000, 10.000, 100.000, et 1 million au taux de 5 1/2 %.

Le même procédé fut appliqué aux départements et aux communes qui, comme la Ville de Paris, se trouvaient à court d'argent et avaient besoin d'aide.

Nous voyons donc que, sous cette forme de Bons municipaux et départementaux, les Bons du Trésor rendirent un appréciable service aux finances locales.

Leur emploi ne s'arrête pas là et, comme en 1870 pour les fournisseurs de l'Etat, on essaya de payer les réquisitions que l'Etat était forcé de faire, par l'entremise des Bons du Trésor.

L'argent frais manquait et ne serait-ce que pour les premiers mois d'instabilité financière, l'emploi des Bons du Trésor comme moyen de régler les dépenses s'imposait.

L'armée avait besoin de chevaux, de mules, mulets et voitures attelées. Un décret du 2 août 1914 complétant un autre décret du 2 août 1877 (rendu en application de la loi du 3 juillet 1877) décide que « les mandats de paiement délivrés aux réquisitionnés peuvent être payés en Bons du Trésor rapportant intérêt de 5 % à compter du jour de leur émission ». Ce paiement intégral en Bons du Trésor ne convenait pas aux propriétaires des choses réquisitionnées.

On protesta, on invoqua les difficultés d'application d'un pareil procédé. Le résultat fut la note du 21 août 1914 qui disposa le paiement immédiat de la première moitié en Bons du Trésor. La mesure ne contenta pas les intéressés, mais il fallut s'y soumettre. Comme les réquisitions nécessaires à la mise en marche d'une armée en campagne étaient déjà faites, un décret du 11 novembre 1914 décida que, dorénavant, (après cette date), le paiement du prix des réquisitions aurait lieu au comptant.

Les voitures automobiles indispensables aux mouvements rapides des unités furent aussi réquisitionnées et payées en Bons du Trésor. Un décret du 6 décembre 1914 dispose le paiement intégralement au comptant. Les réquisitions de denrées alimentaires, marchandises et de services, au début des hostilités furent payées moitié en numéraire, moitié en Bons du Trésor à 6 mois 5 %, jusqu'au décret du 16 décembre 1914 qui décida le paiement intégral en numéraire.

Les navires dont le service de transports avait grandement besoin, subirent le même sort. Les indemnités — d'après la circulaire du 20 octobre 1914 — devaient être payées partie en numéraire partie en Bons du Trésor. La situation ne convenait pas aux propriétaires et le décret du 10 janvier 1915 disposa que le montant des indemnités dues à la suite des réquisitions de navires soit payé en numéraire pour la totalité (1).

Le paiement des réquisitions en Bons du Trésor ne fut donc pas commodément accepté par le public. Celui-ci, — pendant ce temps de crise et d'insécurité, — préférerait avoir des billets de banque échangeables partout, que des titres d'Etat difficiles à négocier et remboursables dans un délai assez long.

(1) G. JÈZE. Op. cit..., dans la REVUE DE SCIENCE ET DE LÉGISLATION FINANCIÈRE, 1915.

C'est pourquoi, — quand les recettes affluèrent dans les caisses du Trésor et quand le moment difficile était passé, — on décida le remboursement intégral au comptant.

Les Bons du Trésor rendirent un service réel et appréciable dans les négociations financières de l'Etat à l'étranger.

Des munitions, des vivres, des engins de guerre furent commandés en Angleterre, aux Etats-Unis et dans les pays neutres. Comment les payer ? A l'aide de la monnaie nationale ? L'obtention des devises américaines, anglaises ou espagnoles pendant ce temps de stagnation économique, quand la balance commerciale française était nettement défavorable n'était possible que par divers moyens : l'augmentation de l'exportation qui aurait procuré des lettres de change sur New-York ou Londres, la vente des titres étrangers possédés par les Français, l'envoi de l'or à l'étranger ou l'émission d'un emprunt sur une place étrangère favorable.

Les moyens existaient, mais leur application était difficile et dangereuse.

La réalisation du portefeuille étranger possédé par les Français aurait rendu la France un pays débiteur au lieu de continuer à être le créiteur important d'avant la guerre ; elle aurait eu comme conséquence le désintéressement de la France dans des entreprises importantes. — L'envoi de l'or aurait diminué la garantie des billets de banque et aurait attiré la dépréciation du change.

L'augmentation de l'exportation était impossible (1) ; au contraire, les importations ne cessaient de s'accroître, la production diminuait sans cesse et le change français menaçait

(1) Le déficit de la balance commerciale fut de :

7.098,4 millions de francs en	1915
14.425,9 — — —	1916
21.541,4 — — —	1917
et de 17.583,6 — — —	1918

çait de baisser, surtout quand les banquiers eurent la mauvaise idée de faire rentrer en France (mars 1915), les disponibilités qu'ils avaient placées au dehors; — mesure qui devait avoir pour effet fatal de priver à bref délai le marché de devises étrangères (1).

Pour parer à la baisse inévitable du change et pour arriver à pouvoir payer les commandes qu'on exécutait au compte du gouvernement français à l'étranger, on recourut à l'emprunt. La négociation des Bons du Trésor sur les marchés des pays alliés ou neutres, leur placement direct en public, ou leur remise à la Banque d'Angleterre et à la Trésorerie britannique moyennant une redevance, furent un des moyens efficaces par lequel le Trésor français se procura des disponibilités nécessaires à l'étranger. Le Gouvernement français, par exemple, émettait des Bons sur le marché de Londres où la Trésorerie britannique s'était engagée à les escompter au taux qu'elle obtenait elle-même pour ses Bons à 6 mois. Ces Bons du Trésor français étaient renouvelables de six mois en six mois, jusqu'à la fin de l'année qui suivra la conclusion de la paix.

Leur montant fut de :

1.060	millions de francs-or en octobre 1915
9.639	— — — au 30 novembre 1917
9.309	— — — — 30 mars 1918
9.564	— — — — 30 avril 1918
12.258	— — — — 31 décembre 1918

c'est-à-dire la moitié de la dette totale extérieure à la même date (2).

(1) G. LACHAPELLE. *La vérité sur notre situation financière*, Paris, 1921.

(2) ALFRED BOBET. *Les emprunts de guerre de 1915-1918*. Poitiers, 1919.

Au moyen des placements des Bons du Trésor à l'étranger, la France put obtenir le change nécessaire aux paiements et à l'exécution des contrats conclus en divers pays.

Mais, parmi les Alliés, il y avait des pays qui étaient redevables à la France, qui s'y procuraient des munitions de guerre et qui, à cause de leur change défavorable sur la place de Paris, ne pouvaient pas faire face aux engagements financiers contractés. La Serbie, la Belgique, la Russie et la Roumanie avaient besoin d'aide et de soutien matériel. On le leur accorda par l'escompte par la Banque de France, de Bons du Trésor français.

Qu'est-ce que c'est que l'escompte de Bons du Trésor à des gouvernements étrangers ? « Ce sont des opérations auxquelles la Banque de France s'est prêtée à la demande de l'Etat, en vue de mettre à la disposition d'un gouvernement allié, conformément à des accords conclus le 5 février et le 4 octobre 1915, les sommes nécessaires pour le service de sa dette en France ainsi que pour le règlement de ses achats et pour les autres dépenses qu'il pouvait avoir à faire dans notre pays (1) ».

Le mécanisme de ces opérations est très simple :

Le ministre des Finances du gouvernement allié fait une demande de fonds au ministre des Finances français ; celui-ci remet à la Banque de France, pour compte du gouvernement en question, des Bons du Trésor à trois mois, sans intérêts pour le chiffre indiqué. La Banque de France escomptait ces Bons au taux de 5 %. A l'échéance, les Bons étaient remplacés par de nouveaux Bons, toujours à trois mois, calculés de manière qu'avec la déduction de l'escompte, ils repré-

(1) *Documents. Chambre des Députés.* Rapport de M. LANDRY du 12 mars 1918 sur la loi portant renouvellement du privilège de la Banque de France.

sentassent le montant des Bons précédents. Par exemple un Bon de 100 millions, à l'échéance, était remplacé par un Bon d'une valeur x , telle qu'on eût l'équation $x - \frac{1.95x}{100} = 100$ millions, c'est-à-dire par un Bon de 101.265.822,77 francs. Celui-ci, trois mois après, était remplacé par un Bon d'une valeur y , telle qu'on eût l'équation $y - \frac{1.96y}{100} = 101.265.822,77$ francs ; et ainsi de suite. En fait seulement, le Bon de 100 millions était remplacé par un Bon d'une valeur supérieure à la valeur indiquée ci-dessus, parce que sur le renouvellement de l'opération ancienne venait se greffer une avance supplémentaire rendue nécessaire par de nouveaux besoins du gouvernement étranger.

L'escompte des Bons du Trésor aux gouvernements étrangers apportait un bon produit à la Banque (13.989.249 francs en 1915 ; 58.683.672 en 1916 ; 150.820.409 francs en 1917) ; mais sur ce produit on prélevait 85 % au bénéfice de l'Etat, de sorte que, en escomptant les Bons à 5 %, le prélèvement de l'Etat pour un produit brut de 5 francs sera de 4,25 francs, laissant net à la Banque 75 centimes.

La valeur des Bons du Trésor escomptés dans ces conditions par la Banque de France s'élevait :

au 24 décembre 1915 à.....	630.000.000 francs
— 24 — 1916 à.....	1.730.000.000 —
— 24 — 1917 à.....	3.215.000.000. —
et — 26 — 1918 à.....	3.526.000.000 —

Avouons que le rôle joué par les Bons du Trésor dans la politique financière du gouvernement français fut considérable. L'heureuse trouvaille due à M. Ribot de placer les Bons directement en public, en les dotant d'avantages importants, eut l'effet et le succès éclatant que nous connaissons. Leur emploi sous diverses formes nous montre le réel service qu'on

peut obtenir du maniement prudent et intelligent d'un système.

Mais, à la longue, l'émission continue des Bons du Trésor pouvait devenir dangereuse. Partie essentielle de la dette flottante, les Bons du Trésor présentent le même inconvénient que celle-ci. Une grande crise économique ou politique peut intervenir et bouleverser l'état des choses actuel ; si la Dette flottante atteint un chiffre exagéré, le crédit de l'Etat s'ébranle : les dépôts en banque ou dans les caisses d'épargne ne sont plus alimentés ; au contraire, on les retire pour les thésauriser ; on cache donc l'argent, on ne souscrit plus aux Bons du Trésor et leur remboursement est impérieusement demandé. Voilà un premier inconvénient. — Un autre non moins embarrassant consiste dans le fait que les Bons du Trésor, par la facilité de leur manipulation, jouent pratiquement dans les transactions d'affaires « le rôle de monnaie fiduciaire autant que celui de moyen de placement à court terme (1) ». Dans une mesure très large les Bons du Trésor constituent avec les billets de banque un des facteurs de l'inflation monétaire, dont la conséquence logique et fâcheuse est la hausse générale des prix.

Malgré donc leur commodité et les larges ressources que la souscription des Bons du Trésor pouvait procurer à l'Etat, il fallait faire attention. Une consolidation par l'émission d'un emprunt perpétuel ou à long terme s'imposait. On en affecterait ensuite une partie du produit à l'extinction partielle de la Dette flottante.

C'est ce qu'on fit d'ailleurs en France à partir de 1915.

Les quatre grands emprunts, qui ont été émis pendant la guerre, ont servi dans une certaine mesure à la consolidation de la Dette flottante (qui en majeure partie était formée par

(1) E. ALIX, *Traité...* Op. cit.

les Bons du Trésor). Les Bons de la Défense nationale furent reçus en paiement des souscriptions et se trouvaient ainsi convertis en titres de rente.

Voilà ce que M. Ribot disait dans l'exposé des motifs du projet de loi autorisant l'émission d'un emprunt en rentes 5 % :

« ... Le moment est venu de consolider et de convertir une partie de ces Bons et de ces Obligations de la Défense nationale (1). Si nous faisons un emprunt, c'est parce que nous désirons ne pas laisser se développer indéfiniment cette dette à court terme que le pays a grossie lui-même par ses souscriptions aux Bons et aux Obligations. Nous espérons, que par l'emprunt en rentes perpétuelles nous pourrions consolider au moins en partie ces Bons et ces Obligations... Il y a beaucoup des capitaux disponibles en ce moment. Presque tout ce que nous dépensons en France doit revenir au Trésor sous forme de souscription à l'emprunt ou aux Bons et Obligations ; cet argent doit servir de nouveau à la défense nationale... »

Le plan du ministre des Finances était simple ; d'une part, tout en procurant au Gouvernement des sommes très importantes pour continuer la guerre, il voulait consolider et convertir la Dette flottante par l'émission des grands emprunts perpétuels ; d'autre part, en continuant l'émission des Bons et des Obligations de la Défense nationale, il encourageait le public à souscrire aux emprunts à court terme, avec l'argent gagné ou thésaurisé pendant la guerre. De cette façon l'argent roulait, en se transformant tour à tour d'un dépôt en banque en un Bon du Trésor et d'un Bon du Trésor en un titre de rente...

(1) Par un décret du 10 février 1915 on créa les Obligations de la Défense nationale à 10 et à 5 ans d'échéance. L'intérêt était de 5 % ; les coupures de 100, 500, 1.000 francs.

Quatre grands emprunts furent émis pendant la guerre : le premier le 16 novembre 1915, le deuxième le 15 septembre 1916, le troisième le 26 octobre 1917 et le quatrième le 19 septembre 1918.

Voilà un tableau (1) de leur produit :

Emprunts	Produit effectif	Montant nominal
5 % 1915	13.307.811.000 francs	15.204.960.000 francs
5 % 1916	10.082.453.000 —	11.513.978.000 —
4 % 1917	10.171.202.000 —	14.803.096.000 —
4 % 1918	21.743.885.000 —	30.690.456.000 —
	55.305.351.000 —	72.212.490.000 —

Voici, d'autre part, pour chacun de ces 4 emprunts, les sommes versées en numéraire et en Bons de la Défense nationale (le reste : en Obligations de la Défense, Bons du Trésor ordinaires en petite quantité, rentes 3 1/2 %, rentes 3 % et en coupons russes) :

Emprunts	Numéraire	Bons de la Défense nationale
5 % 1915	6.284.731.000 francs	2.244.385.000 francs
5 % 1916	5.425.331.000 —	3.693.071.000 —
4 % 1917	5.133.984.000 —	4.584.768.000 —
4 % 1918	7.099.283.000 —	12.952.832.000 —

Comme on peut le constater, d'ailleurs, les grands emprunts émis pendant la guerre n'ont pas suffi à ramener et à maintenir la dette flottante à des proportions raisonnables.

Aux lendemains de ces emprunts, l'élément principal de

(1) Collection de l'ECONOMISTE FRANÇAIS, 1920.

cette dette à court terme, c'est-à-dire les Bons de la Défense nationale circulaient en sommes toujours croissantes et le 31 décembre 1918 (1), après la souscription du dernier emprunt et un mois après l'armistice, leur montant s'élevait à 22.334.981.000 francs ; les Bons ordinaires aidant, la circulation des Bons du Trésor sur le marché se chiffrait à une somme de 22.919.914.000 francs.

§ 4. LES BONS DU TRÉSOR APRÈS L'ARMISTICE ET LA CONCLUSION DE LA PAIX.

Modifications des conditions d'émission des Bons du Trésor. Augmentation de leur circulation. Essai de consolidation : les deux grands emprunts de 1920. Les Bons du Trésor à deux ans. — Le chiffre excessif des Bons provoque des inquiétudes. Solution des inflationnistes. Besoin impérieux de consolider la Dette flottante.

La dette totale de guerre s'élevait à la fin de 1918 à 140.801.610.000 francs. Les avances des banques d'émission (de France et de l'Algérie) se chiffraient à 17.365.000.000, les Bons du Trésor circulant en si grande quantité, évidemment le montant de la Dette flottante n'était pas sans inquiéter quelques esprits éveillés...

Mais... on manquait toujours d'argent. Si le Gouvernement rassurait le public en répétant partout que l'Allemagne paierait, les indemnités ne pouvaient pas rentrer de sitôt et jusque là il fallait payer des pensions, reconstruire le Nord,

(1) Nous prenons cette date pour faciliter les explications que nous pouvons donner et les recherches que nous devons faire.

liquider des comptes et faire face à une foule de dépenses grandissant de jour en jour.

De nouveau on recourut aux Bons du Trésor. Seulement on introduisit quelques modifications dans les conditions de leur émission.

Premièrement on modifia l'intérêt. Fixé à 5 % en septembre 1914 pour toutes catégories de Bons de la Défense, réduit à 4 % par l'arrêté du 10 décembre 1914 pour les Bons à 3 mois, le taux d'intérêt ne faisait pas grande distinction entre les divers souscripteurs.

Il fallait favoriser certainement celui qui prêtait à l'Etat pour une durée de temps plus longue et priver d'une partie de son bénéfice celui qui par son achat de Bons faisait un placement de trop courte durée. Un arrêté du ministre des Finances en date du 30 décembre 1918, dispose qu'à partir du 1^{er} janvier 1919, il y aura une gradation régulière dans le taux des Bons de la Défense nationale : il sera de 5 % pour les Bons d'un an, de 4 1/2 % pour ceux à 6 mois, de 4 % pour les Bons à 3 mois et de 3,60 % pour les Bons d'un mois.

Pour donner aux porteurs la sécurité, une loi du 25 janvier 1919 autorisa le *barrement* et la *domiciliation* des Bons de la Défense nationale.

Le porteur d'un Bon peut à tout moment le revêtir de deux barres parallèles ; de ce fait, le Bon ne peut être présenté au remboursement que par un banquier ou un agent de change. — D'autre part, tout Bon pourra être revêtu d'une mention indiquant le comptable de l'Etat à la caisse duquel le remboursement est domicilié. Le Bon ne peut être remboursé qu'à cette caisse ; il est interdit d'effacer la mention de domiciliation sur un Bon revêtu de cette mention.

La souscription aux Bons du Trésor continua et augmenta d'une façon inquiétante. Si le 31 décembre la circulation

totale des deux sortes de Bons était de 22.919.914.000, à la fin de l'année 1919, le montant des Bons de la Défense s'élevait à 46.140 millions et le chiffre des Bons du Trésor ordinaires était de 1.794.778.000 francs.

Le Gouvernement ne pouvait pas alimenter sa caisse seulement avec les ressources procurées par l'émission des emprunts à court terme. Le danger d'une dette flottante considérable pesa sur la décision qu'on résolut de prendre : pour avoir de l'argent et pour consolider cette grande quantité de Bons à court terme, on émit un emprunt en rentes perpétuelles 5 %, comme on fit jusqu'à maintenant. Les souscriptions, qui eurent lieu du 19 février au 20 mars 1920, apportèrent au Trésor pour 6.800 millions de numéraire et pour 8.560 millions environ de Bons et d'Obligations de la Défense nationale (8 milliards de Bons et 560 millions d'Obligations de la Défense nationale). Le montant général de l'emprunt s'éleva à 15.700 millions environ. (Déclaration de M. François Marsal à la Chambre, le 12 avril 1920.)

La circulation des Bons de la Défense ne diminua pas ; au contraire. Fin septembre le montant s'élevait à 49.758 millions de francs. Les besoins de la Trésorerie étaient si grands que, le cinquième emprunt à peine clos, il fallut en préparer un autre, qui devait être émis du 20 octobre au 30 novembre 1920. Voilà le résultat de ce dernier emprunt émis au pair avec intérêts de 6 % :

Total général atteint : 27.888.417.300 francs.

Le décompte s'établit comme suit :

Total des rentes anciennes : 12.719.204.485 francs. Rente 3 1/2 % amortissable : 22.574.796 francs. Numéraire : 10.998.236.097 francs. Bons de la Défense, Bons du Trésor et Obligations diverses : 4.148.401.922 francs. Dans ce dernier total, les Bons de la Défense sont compris pour 3.384.602.542 francs. (Chiffres arrêtés le 31 janvier 1921.)

Si la quantité du numéraire est évidemment appréciable, la souscription en Bons du Trésor — en comparaison avec les autres emprunts — est proportionnellement moindre. Quelle serait donc la cause de ce changement ? Le public n'aurait-il pas pris goût à cette sorte de titre d'Etat, facilement négociable et qui, tout en ayant les avantages du billet de banque actuel, en avait un autre plus grand : celui de produire des intérêts ?... Le fait est que l'émission des Bons de la Défense et des Bons ordinaires continua sans arrêt pendant tout le reste de l'année 1920 et pendant l'année 1921, sans que l'Etat se décide à émettre un grand emprunt : le 30 septembre 1921 le montant de la circulation des Bons de la Défense nationale était de 62.797.425.000 et celui des Bons du Trésor ordinaires s'éleva à 1.835.912.000 francs.

D'ailleurs, pour pouvoir lancer de nouveau un emprunt en rentes perpétuelles ou amortissables, il fallait rendre la liberté des cours au marché des rentes de guerre et même de paix (1). « Les souscripteurs immobilisés dans ces emprunts se sont bien promis jusqu'à nouvel ordre qu'on ne les y reprendrait plus ». Cependant, ils voulaient bien donner à l'Etat le concours de leurs économies, dans une autre forme que celle de la rente. Le ministère des Finances s'est rendu compte que dorénavant, dans ses placements, l'épargne entend trouver avant tout la condition de disponibilité. C'est ce qui explique, en partie, le grand succès des Bons de la Défense nationale à diverses échéances.

En 1921, aucun grand emprunt donc ne fut émis... On pensa aux Bons du Trésor. Par un allongement de l'échéance et par une augmentation d'intérêt, ne pouvait-on pas espérer encore un succès ?

Si, et alors on émit des Bons du Trésor (entre le 24 mai 1921

(1) « LE TEMPS », Chronique financière du 23 mai 1921.

et 25 juin 1921), à deux ans, sous forme de coupures de 500 francs, productifs d'un intérêt annuel de 6 % exempt d'impôt et payable d'avance au commencement des deux semestres. Les nouveaux Bons, en ayant tous les avantages des Bons de la Défense, étaient émis au pair et devaient être admis aux emprunts futurs avec une prime à déterminer — mais qui ne pourra être inférieure à 0,25 % — et sans autre déduction que celle des intérêts déjà payés pour la période non écoulée du semestre en cours.

A qui allaient-ils convenir, ces Bons du Trésor à deux ans? Sans doute, premièrement, aux souscripteurs de Bons 5 % à un an de la Défense nationale; puis, à beaucoup de gens qui thésaurisaient des billets de banque et que le taux réel de 6 1/4 % fera sortir de leur réserve, et enfin à une grande partie de la clientèle qui a adopté avec faveur les bons 6 % nets d'impôts présents et futurs des grandes entreprises industrielles.

Des objections se faisaient toutefois entendre. On répétait que l'émission des nouveaux Bons aura pour conséquence d'agir sur le taux de capitalisation de presque toutes les valeurs de Bourse, surtout sur le prix des obligations dont l'intérêt est fixe et déterminer une sensible baisse générale. Où allait-on avec les taux d'emprunt chaque fois plus élevés? Et quel sera l'intérêt que les entreprises particulières offriront pour pouvoir se former une clientèle? On se demandait avec angoisse que restera-t-il pour le développement de l'industrie et du commerce, si l'Etat s'était mis à attirer tous les capitaux disponibles de l'épargne...

Le résultat de la nouvelle émission fut satisfaisant. Le total souscrit s'éleva à 5.414 millions et eut l'heureuse conséquence de permettre la diminution des avances de la Banque de France qui, au 30 juin 1921, s'étaient abaissées de 1.600 millions depuis le 31 décembre 1920.

Certainement, l'émission des Bons du Trésor et de la Défense nationale est d'une aide considérable à l'alimentation du Trésor public. Souscrits à raison de 50 à 60 millions environ par jour, faisant concurrence à la rente par leur mobilité, par leur intérêt égal, sinon supérieur même, à certains titres de rente, plus profitables que les billets de banque, ces Bons à court terme présentent cependant le grand inconvénient d'alourdir sérieusement la Dette flottante : situation inquiétante et pleine de danger et qui, à cause d'un événement quelconque, bouleversement social ou circonstance extérieure défavorable, pourra amener sur le marché toute cette quantité de Bons remboursables à bref délai. Et alors une question se pose : que faire, pour éloigner ce péril ? Quelles mesures doit-on prendre pour parer à un pareil événement ?

Clore pour le moment le robinet de cette émission considérable à jet continu (1) — tout le monde est d'accord. Mais comment réduire le chiffre exorbitant de cette Dette flottante ? Là les solutions sont différentes.

Les inflationnistes ne discutent pas beaucoup. Pour se débarrasser de cette circulation gênante et coûteuse, il n'y a qu'à changer les Bons du Trésor en billets de banque. Au fait, ce n'est pas la même chose ? Le gage du billet de banque et du Bon de la Défense nationale, dans les circonstances actuelles, n'est pas le même ? C'est le crédit de l'Etat (2). Si on veut contracter un emprunt pour consolider ces Bons à court terme, est-ce qu'on ne se rend pas compte qu'une

(1) Depuis le 7 mai 1915, quand une dernière loi du Parlement autorisa l'augmentation du montant de la circulation des Bons du Trésor à 7 milliards, l'émission des Bons se fait sans l'intervention d'une loi (CH. BARÈS. *Chambre des Députés*, 9 novembre 1921).

(2) Discours de M. AL. VARENNÉ à la Chambre le 8 novembre 1921.

partie de ces Bons ne serait pas consolidée — juste la même qui sert de monnaie ou de placement provisoire pour des disponibilités ? Si les Bons de la Défense nationale ne sont que l'équivalent d'une véritable monnaie, si on les accepte couramment en paiement des marchandises et de produits quelconques, si le montant formidable de ces Bons produit, dans ces conditions, sur les prix et sur le change, une influence identique à celle exercée par l'abondance de papier-monnaie, il n'y a pas de raison alors pour ne pas remplacer une circulation fiduciaire ruineuse par une circulation fiduciaire dont les charges seraient minimales ou nulles. De cette façon une économie nécessaire à l'équilibre du budget sera réalisée et de grands capitaux deviendront libres et pourront intervenir dans l'industrie et dans le commerce.

Une toute autre solution est opposée à celle préconisée par les inflationnistes...

« Il y a entre le Bon de la Défense nationale et le papier-monnaie une différence qui condamne le papier-monnaie », répondit M. Doumer, ministre des Finances, à M. Varenne, lors de son discours du 8 novembre 1921. « Le Bon de la Défense représente un capital qui a été prêté à l'Etat : ces 100 francs qui ont été prêtés, — s'il s'agit par exemple d'un Bon de la Défense de 100 francs, — existent donc ; c'est un capital. Le billet de banque est au contraire un instrument de la circulation financière ; il tire sa valeur de la confiance, de la foi qu'on a dans le crédit de l'Etat. Il ne représente pas un capital ». Ce qui caractérise l'emprunt de l'Etat à la Banque et l'émission de billets à cours forcé qu'elle entraîne, c'est la création artificielle d'un pouvoir d'achat. Quand l'Etat contracte des emprunts publics à court terme, il ne crée aucun pouvoir d'achat nouveau. Il demande seulement au public de lui prêter une partie de son épargne. Au lieu de créer des capitaux, — des images de capitaux, — comme il le fait lors-

qu'il s'adresse à la Banque, il emprunte des capitaux qui existent réellement. « Loin d'avoir aggravé les effets de l'inflation, l'émission des Bons de la Défense en a souvent atténué les inconvénients : en offrant au public un placement commode, elle a favorisé l'épargne et empêché ainsi le pouvoir d'achat créé par les emprunts de l'Etat à la Banque d'être utilisé dans une trop forte proportion pour l'achat des marchandises (1) ».

Un fait constaté demeure exact : le montant de la Dette flottante constitue un péril constant pour les finances du pays. La crainte d'un remboursement rapide, conséquence d'un événement imprévu et défavorable, pèse certainement sur les prévisions de la spéculation et n'est pas peut-être étranger au cours du change.

Et alors une décision s'impose : pour fortifier le crédit de l'Etat et pour écarter tout danger menaçant, il faut procéder le plus vite possible à la conversion et à la consolidation de tous ces emprunts à court terme.

C'est le seul moyen raisonnable et sain. C'est la seule façon logique de liquider cette sorte de dette flottante : c'est le commencement de l'assainissement des finances françaises.

Parce que, alors, où s'arrêtera-t-on ? Si le remboursement des Bons du Trésor par des billets de banque est si simple et si fructueux, pourquoi ne pas procéder de même avec la dette perpétuelle ? On ne peut pas s'arrêter en route et les porteurs des titres d'Etat ont les mêmes droits que les souscripteurs des Bons de la Défense nationale.

Ce serait la politique de l'Allemagne où les marks sont en baisse considérable, en proportion de leur émission, où les salaires augmentent et ne suffisent pas, où les marchandises

(1) « LE TEMPS », novembre 1921.

atteignent des prix de jour en jour plus grands. Ce ne serait pas la politique de l'Angleterre, où malgré la crise économique et le chômage provoqué par le change trop favorable, la Dette flottante continue à être consolidée et convertie sans qu'on pense à son remplacement et à son échange par des billets de banque.

CHAPITRE III

Les Bons du Trésor et leur emploi en Angleterre.

§ 1. POLITIQUE D'IMPÔT ET POLITIQUE D'EMPRUNT. RECOURS AUX DIVERSES SORTES D'EMPRUNTS PENDANT LA GUERRE.

La Grande Guerre surprit l'Angleterre comme elle surprénait la France, sans préparatifs militaires, sans l'élaboration d'un programme financier à suivre pour faire face aux nécessités des heures difficiles et couvrir les dépenses considérables qu'un pareil événement provoquerait.

Il fallait tout improviser, penser aux meilleures mesures à prendre, appliquer le système le plus sage et le plus prudent, pour que le succès des armes soit secondé parfaitement par l'ordre et la bonne méthode dans les finances publiques.

L'Angleterre avait une vieille tradition qui caractérisa les époques similaires de son histoire : celle de demander, — dans des pareilles circonstances, — le moins possible à l'emprunt et de couvrir le plus possible les dépenses d'une guerre par des ressources d'impôt.

C'est le principe que la volonté unanime du pays et de ses conducteurs tâcha de mettre en pratique. C'est le programme du gouvernement britannique pendant toute la durée de la guerre, quel que fût le chancelier de l'Echiquier, M. Lloyd

George, M. Mac Kenna ou M. Bonar Law (1) : « Le devoir moral et l'intérêt bien entendu exigent que le recours à l'emprunt — indispensable — soit aussi réduit que possible ».

Si en France, — de 1914 jusqu'en 1918, — le recours à l'impôt fut de 14 % et le recours à l'emprunt de 86 %, en Angleterre on a eu recours pour 28,49 % à l'impôt et pour 71,51 % seulement à l'emprunt (2). Certainement les circonstances des deux pays n'étaient pas les mêmes : la France avait à subir les conséquences d'une terrible crise, tandis que l'Angleterre avait le temps et les loisirs de remédier aux difficultés de la situation et de l'améliorer même. Le fait est qu'une large part fut faite aux impôts.

Au début même de la guerre, dans un discours que M. Lloyd George, alors chancelier de l'Echiquier, tint à la Chambre des Communes le 17 novembre 1914, il exposa les raisons qui déterminaient une pareille politique. Le recours à l'impôt, dès le début des hostilités, était très pratique et très facile à plusieurs points de vue :

Au point de vue *économique et financier*, la période de guerre provoquant une suractivité commerciale et industrielle est celle qui convient à l'établissement de lourds impôts. La nécessité dans laquelle le Gouvernement se trouve d'imposer toutes les classes de la société, s'explique et s'excuse par le grave péril national menaçant la sécurité de tout le monde.

Au point de vue *politique*, il faut que dès le commencement des hostilités, la Trésorerie possède des grandes ressources pour pouvoir supporter aisément les dispenses et donner l'impression de force et de ténacité à l'extérieur.

Au point de vue *psychologique*, le peuple pendant la guerre

(1) M. GASTON JÈZE. *Les Finances de guerre de l'Angleterre*, dans la REVUE DE SCIENCE ET DE LÉGISLATION FINANCIÈRE, 1915-1921.

(2) ALFRED BODET. *Les emprunts de guerre de 1915-1918*. Op. cit.

comprend mieux les intérêts de la patrie et la situation lui conseille et lui fait accepter des sacrifices assez lourds que, dans un autre temps, il refuserait sûrement.

Enfin, au point de vue *moral*, il ne serait pas juste et honnête de recourir largement à l'emprunt et d'infliger aux générations futures le poids des dettes contractées pour la sécurité de la génération actuelle.

Naturellement, les dépenses de guerre furent trop élevées pour que les impôts seulement y concourent. Les emprunts furent nécessaires et une grande partie des ressources procurées par le Trésor public était due au recours aux différents modes d'emprunts. Leur diversité et l'accueil enthousiaste du public, fit que la Trésorerie anglaise n'eut pas à manquer d'argent ; leur placement adroit et les conditions d'émission peu onéreuses en comparaison, firent que l'Etat n'eut pas à supporter des charges plus grandes et à devoir plus que ce qu'il a touché.

Comme partout, le Gouvernement fit appel à la Banque d'Angleterre. *Les Ways and Means advances* (1), à 3 mois d'échéance, s'élevaient au 31 décembre 1918 à 11.379 millions de francs (2). On émit du papier-monnaie, et les *currency notes* (3), à la même date, étaient en nombre de 8.075 millions environ. *Les Exchequer Bonds* (4) émis à partir de mars 1915 en six séries presque toutes au pair, à l'échéance de 3, 4 et 5 ans, produisirent un total de 15.644 millions de

(1) Emprunts à la Banque d'Angleterre : « les avances par voies et moyens ».

(2) Une livre sterling = 25 francs.

(3) Papier-monnaie émis par le Gouvernement ; on les appelait encore *treasury notes*.

(4) Bons de l'Echiquier.

francs environ. Les *War Expenditure Certificates* (1) furent émis en 1916 à échéance de deux ans, pour une somme de 747 millions de francs. De même des *certificats d'épargne de guerre* à échéance de 5 ans étaient émis à partir de 1916 ; les *War saving certificates*, comme on les nommait, produisirent en trois ans 5.165 millions (en 1916, 1.037 millions ; en 1917, 1.578 millions et en 1918, 2.550 millions).

Des obligations à 2, 3, 4 et 5 ans, de plusieurs sortes, présentant une certaine analogie avec les obligations de la Défense nationale, étaient employées avec beaucoup de succès.

*Les emprunts à l'étranger n'apportèrent pas moins de 24 milliards. Enfin, pour consolider en même temps une grande partie de la Dette flottante et bien entendu pour produire la grande quantité de ressources dont on avait besoin, quatre grands emprunts intérieurs en rentes amortissables furent émis pendant la durée de la guerre. Remboursables, dans un délai assez court (13 à 30 ans), émis au pair, soumis à l'impôt et offrant un intérêt bien plus faible qu'en France, les *War Loans* (2) qui, au lieu d'être d'un type uniforme, ont été d'une grande diversité — produisirent 81 milliards environ, à peu près la moitié de tous les emprunts de guerre (172 milliards contre 67 milliards d'impôts).*

§ 2. LES TREASURY BILLS.

Leur emploi pendant les guerres de la Coalition.

Leur utilisation au commencement de la guerre actuelle. — Le système de la mise en adjudication par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre. — La méthode d'émission à

(1) Certificats de dépense de guerre.

(2) Emprunts de guerre (à longue échéance).

guichet ouvert et à taux d'intérêt fixé d'avance ; modification fréquente de ce taux ; succès d'une pareille émission. — Les inquiétudes de la Cité et le nouveau programme du chancelier de l'Echiquier : enrayement du développement de la dette à court terme. — Suspension de l'émission des Bons du Trésor ; abandon de la nouvelle méthode et sa réintroduction quelques mois après. — Recours très restreint aux Bons du Trésor jusqu'à la fin de la guerre.

Préoccupation d'après-guerre : réduction rapide de la Dette flottante. — Considérations.

Une sorte d'emprunt dont nous n'avons pas encore parlé, mais qui joua un grand rôle dans les finances de guerre britanniques, c'est l'émission des Bons du Trésor, les *Treasury Bills*, qui comme en France les Bons de la Défense nationale furent l'élément principal et le plus productif de la Dette flottante anglaise.

Les *Treasury Bill* ou les *Exchequer Bills*, comme on les nommait dans le temps, constituent le moyen de Trésorerie classique, employé facilement et avec succès par un Etat à court d'argent.

Comme partout ailleurs, l'Angleterre en usa bien avant la guerre de 1914. Au temps des guerres napoléoniennes qui durèrent de 1793 à 1815, le recours à l'emprunt à court terme sous la forme des Bons du Trésor fut fréquent. Si les dépenses générales pendant cette période s'élèvent à £ 831 millions, si les impôts produisirent £ 391 millions et les emprunts en général £ 440 millions, le tableau (1) suivant nous montre l'aide précieuse que les Bons du Trésor apportèrent à la Trésorerie britannique.

(1) ET. MARTIN. *Histoire financière de l'Angleterre*, 1912.

Années	Treasury Bills Angleterre et Irlande
1796.....	£ 8.575.123
1798.....	12.589.570
1800.....	23.747.117
1805.....	26.339.915
1810.....	37.891.919
1814.....	59.488.369
1815.....	43.939.708

Pendant la nouvelle guerre qui nécessitera des dépenses considérables, les Treasury Bills, auxquels on a recouru de bonne heure, vont jouer un rôle beaucoup plus important.

L'Angleterre, — comme nous l'avons déjà d'ailleurs dit, — ne s'attendait pas à la guerre. Un programme financier, tel qu'il fut, en Allemagne, minutieusement préparé par M. de Hevenstein, le gouverneur de la Reichsbank, n'existait pas. Il fallait préciser la politique à suivre, il fallait préparer méthodiquement l'organisation des finances de guerre.

Aux premières dépenses firent face les Ways and Means advances de la Banque d'Angleterre et les Treasury Bills.

Quelles étaient les conditions d'émission des Bons du Trésor anglais? Tout à fait différentes qu'en France. Les Treasury Bills étaient mis à l'adjudication par le chancelier de l'Echiquier. Les souscriptions pouvaient dépasser de beaucoup la somme demandée ; alors, on ne les attribuait qu'à ceux qui ont offert le discount le moins élevé et on préférerait naturellement ceux qui ne demandaient qu'un taux moindre et plus commode pour le Trésor. C'est à cause de cela qu'on ne peut indiquer, que la moyenne de discount de chaque émission mise à l'adjudication.

Le 6 août 1914, la Chambre des Communes accorde au

Gouvernement son premier *vote of credit* de £ 100 millions, en l'autorisant de se procurer la somme par des emprunts contractés au mieux des intérêts du Trésor. 90 millions de livres sterling de ce *vote of credit* furent obtenus par la souscription des Treasury Bills. La moyenne de discount obtenue fut de 3 1/2 %, ce qui prouve que le crédit de la Grande-Bretagne restait sain et fort malgré les circonstances difficiles, malgré le moratorium, malgré la fermeture du Stock Exchange (1) et la crise de thésaurisation qui sévit dans tous les pays au commencement des hostilités.

Quoique l'avantage que l'émission des Bons du Trésor procurait à la caisse de l'Etat était grand, on hésita d'en user dans une trop large mesure. En croyant que la guerre allait bientôt finir, on craignait les conséquences d'une émission trop considérable des emprunts à court terme. Les disponibilités momentanément placées en Bons du Trésor, seront vite appelées par l'industrie et le commerce, et le Trésor se trouverait dans une bien fâcheuse posture, étant obligé de rembourser dans un délai très court des centaines de millions. L'inconvénient était évident et pour subvenir aux dépenses de la guerre, — en dehors de nouveaux impôts, — on émit le 17 novembre 1914 le premier War Loan de £ 350 millions (8.750 millions de francs) à 3,50 %, emprunt qui eut d'ailleurs beaucoup de succès.

Pendant les premiers mois de la guerre et jusqu'en avril 1915, la politique des Bons du Trésor en Angleterre fut celle indiquée plus haut ; leur émission ne fut pas considérable. Le 12 décembre 1914 leur circulation était de 101.600.000 livres sterling (2.546 millions de francs) et le 16 janvier 1915 leur montant ne s'élevait qu'à 96.320.000 livres sterling (2.408 mil-

(1) G. JÈZE. *Les Finances de guerre de l'Angleterre*, dans la REVUE DE SCIENCE ET DE LÉGISLATION FINANCIÈRE, 1915, page 172.

lions de francs). C'était tout de même une belle somme d'argent qui, par ce moyen, rentrait dans les caisses du Trésor.

Une modification importante se produit dans cette politique à partir du commencement du mois d'avril 1915.

On commence à se rendre compte que la guerre actuelle est une guerre d'usure et que, par conséquent, elle va durer encore. De par cette éventualité, le danger de rembourser immédiatement ou dans un délai très court la Dette flottante, pour le moment, était écarté. Les disponibilités du public étaient considérables ; elles ne demandaient qu'une chose : leur placement sûr et à court terme. D'autre part, les besoins d'argent de la Trésorerie britannique étaient pressants ; l'intérêt à payer pour les emprunts à court terme pouvait être de beaucoup moins grand que pour des emprunts à longue échéance ; à peine finie la souscription du premier War Loan, le Gouvernement se trouvait dans l'impossibilité d'émettre un autre grand emprunt de guerre (1).

Le recours aux moyens de Trésorerie s'imposait et les Treasury Bills étaient ceux qui correspondaient parfaitement aux besoins du marché et de l'Etat en même temps. Un exemple s'offrait : l'émission des Bons de la Défense nationale en France. Emu par leur succès, le Trésor britannique n'hésite pas à adopter un bon procédé et au commencement du mois d'avril 1915, il annonce une modification importante dans le mode d'émission et de souscriptions de ses Bons du Trésor.

Au lieu de mettre en soumission périodiquement sans indiquer cependant trop à l'avance les dates précises, il dispose que la souscription aux Treasury Bills se fera désormais, — toujours par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre, — non plus à intervalles et pour des sommes fixées, mais d'une

(1) G. JÈZE. *Op. cit.*, 1915, page 394.

manière permanente et à un taux de discount indiqué d'avance par la Trésorerie. C'était l'émission à guichets ouverts, comme en France (*issue at any time at fixed rates of discount*). De cette façon, l'Etat a entre ses mains les moyens de rassembler les disponibilités du marché et d'empêcher l'avisement de l'argent. La concurrence qu'il peut faire au papier de banque et de commerce, en fixant à sa discrétion les taux auxquels quotidiennement il cède le sien propre, devait nécessairement exercer un influence prépondérante.

Voici les taux annoncés par la Banque d'Angleterre le 14 avril 1915 :

Bons à 3 mois	£ 99. 6 s. 3 1/2 %	soit un discount de	2 3/4 %
— 6 —	£ 98. 3 s. 7 3/4 %	— —	3 5/8 %
— 9 —	£ 97. 3 s. 6 d %	— —	3 3/4 %

La circulation des Treasury Bills, — comme d'ailleurs on le prévoyait, — augmenta et leur montant s'élevait le 12 juin 1915 à 237.910.000 livres sterling (5.948 millions de francs).

La crainte d'une émission considérable persistait pourtant. Et quand le besoin d'une plus grande quantité d'argent se fait sentir de plus en plus, le chancelier de l'Echiquier, entre les deux systèmes d'emprunt, préfère l'emprunt à longue échéance. Dans un discours que M. Mac Kenna, le ministre des Finances anglais qui succéda à M. Lloyd George, tint à la Chambre des Communes le 21 juin 1915, il explique sa décision de recourir à un deuxième War Loan : « ... En présence de ces faits, si nous n'émettons pas un grand emprunt, la seule méthode que nous puissions adopter pour nous acquitter, ce serait de continuer à émettre indéfiniment des Bons du Trésor. Nous avons déjà employé cette méthode pour emprunter £ 238 millions environ. Il y a des inconvénients à une émission indéfinie de cette catégorie de titres.

En premier lieu, les Bons du Trésor ont une habitude : c'est de venir à échéance ; or, la plupart échoient, sans être renouvelés, au moment même où, étant donné les conditions financières du moment, il est le plus difficile de trouver de l'argent. En deuxième lieu, au moyen des Bons du Trésor nous empruntons l'argent des banques, et non pas celui du public. Je sais bien que c'est une distinction un peu subtile, car après tout, l'argent des banques, c'est en définitive l'argent du public déplacé une seule fois. Mais il y a une très réelle différence entre un emprunt au public et un emprunt aux banquiers.

« Si le public achetait des Bons du Trésor avec la certitude de les renouveler à l'échéance, nous serions disposés à continuer à emprunter au moyen de Bons du Trésor pendant la durée de la guerre. Mais aucune de ces conditions n'est remplie. Nous voulons que le public prête son argent, qu'il le prête de telle façon que nous ne soyons pas obligés de le rembourser au cours de la guerre... »

Malgré le résultat brillant de ce deuxième grand emprunt de guerre, — on souscrit pour 592 millions de livres sterling c'est-à-dire 14.808 millions de francs, — l'émission des Treasury Bills à guichets ouverts ne cessa pas et le succès de leur placement ne diminua point ; au contraire. Au mois d'août 1915, en fixant à 4 1/2 % le taux uniforme de l'intérêt pour tous les Bons, en l'augmentant encore à 5 % au commencement du mois de novembre, le Gouvernement sut s'attirer les disponibilités en banque et celles du grand public, de sorte que le 31 décembre 1915, le montant de la circulation des Bons du Trésor à diverses échéances s'élevait à 395.565.000 livres sterling, ce qui fait 9.889 millions de francs.

Les disponibilités quotidiennes étaient abondantes en présence des besoins fort restreints des uns et des autres ; que leur abondance ne soit pas uniquement relative mais bien

réelle et sérieuse, on peut en trouver la preuve dans le volume considérable des Bons du Trésor vendus chaque jour à guichet ouvert par la Banque d'Angleterre.

Selon les circonstances, on modifia bien souvent le régime du taux d'intérêt qui d'uniforme devint spécial pour redevenir de nouveau uniforme quand la situation changeait. Si on émettait des Exchequer Bonds, on abaissait le taux et on réintroduisait l'échelle pour que la souscription des Bons du Trésor diminue en faveur de la souscription du nouvel emprunt. Si la Banque d'Angleterre élève le taux d'escompte pour parer à la hausse des changes étrangers, on relève le taux d'intérêt des Treasury Bills pour pouvoir attirer les disponibilités du dehors et exercer de cette façon une influence heureuse sur le change (1).

Pendant toute l'année 1916, on n'émit aucun grand emprunt de guerre et le recours aux emprunts à court terme fut le moyen qui procura des ressources à la Trésorerie britannique. Le 31 décembre 1916, la circulation des Bons du Trésor atteignit le chiffre formidable de 1.115.200.000 livres sterling (27.880 millions de francs).

La Cité s'émue et beaucoup de protestations se firent entendre contre le chiffre exagéré de la Dette flottante. Sir F. Banbury déclara aux journaux, qu'à la Cité on est généralement d'accord pour penser que le montant actuel des Bons du Trésor constituait une situation dangereuse. Il regrette qu'on ait laissé passer les occasions favorables d'émettre un grand emprunt perpétuel.

Le fait est que, dès l'arrivée de M. Bonar Law au ministère des Finances, la politique d'émission des Treasury Bills changea de nouveau. Dans cette troisième période (2), on

(1) La collection de l'ECONOMISTE FRANÇAIS : *Lettres d'Angleterre*.

(2) G. JÈZE. *Op. cit.*

tâcha d'enrayer le développement de la dette à très court terme, en réduisant le taux de l'intérêt et en modifiant le système d'émission et on émit des grands emprunts de guerre à longue échéance qui contribuèrent à la consolidation d'une partie de la Dette flottante.

La première mesure prise par le chancelier de l'Echiquier fut la suspension de l'émission des Treasury Bills du 4 janvier 1917 jusqu'au 30 mars 1917 (pendant l'émission du troisième War Loan en deux tranches : l'une à 5 % et l'autre à 4 % rapportant une somme de £ 941.5 millions = 23.537 millions de francs). Le résultat fut extrêmement intéressant : pendant trois mois on ne souscrit plus aux Bons, ceux qui venaient à échéance étaient acquittés, de sorte que le 17 mars 1917 la circulation des Treasury Bills n'était plus que de 576.191.000 livres sterling (14 1/2 milliards de francs), c'est-à-dire la moitié du montant atteint le 31 décembre 1916.

Seulement, le chancelier de l'Echiquier avait pour préoccupation de ne pas puiser trop rapidement dans le produit du grand emprunt de guerre, afin de reculer le plus possible l'éventualité d'avoir à en contracter un autre. Le recours à l'émission des Bons du Trésor, — étant donné que leur circulation s'était abaissée sensiblement dans les derniers temps, — s'imposait. C'était le moyen le plus facile et le plus convenable des emprunts à court terme. Une modification intervint. Le 24 mars 1917 on abandonna l'innovation introduite en avril 1915, pour revenir à l'ancienne habitude : la mise en adjudication des Treasury Bills. Le système d'émission de ce papier à guichets ouverts avait l'inconvénient de faire perdre leur élasticité aux taux de loyer de l'argent, dominés qu'ils étaient par ceux que dictait le Trésor ; de concurrencer et d'exercer une influence gênante sur les transactions auxquelles le nouvel emprunt va donner lieu maintenant qu'il a fait son apparition à la cote de la Bourse. Bref, en cessant

de décréter des taux fixes, le Chancelier de l'Echiquier « voulait rendre sa liberté au marché monétaire et sonder dans quelle mesure l'Etat trouverait bénéfice, à donner plus d'élasticité au jeu quotidien de l'offre et de la demande (1) ».

Plusieurs sommes furent mises en adjudication à la Banque d'Angleterre ; totalement souscrites, le taux de l'escompte offert différa de très peu du taux fixé par le Chancelier, quand l'émission des Bons se faisait à comptoir ouvert.

On ne sait pas si les craintes et les espoirs du Gouvernement eurent les conséquences attendues. Le fait est que, pressé par ses besoins et par la préférence du marché s'arrangeant fort bien du régime institué en 1915, qui permettait aux banques et aux particuliers d'utiliser à tout moment et à des conditions précises leurs ressources flottantes, le chancelier de l'Echiquier, trois mois après la nouvelle disposition, supprime le régime de la soumission pour les Bons du Trésor (le 23 juin 1917) et revient pour la deuxième fois au régime de l'émission quotidienne et à guichet ouvert. Les avantages du système furent très bien exposés par M. Bonar Law, dans un discours qu'il tiendra plus tard à l'occasion de l'application pareille d'un autre genre d'emprunt : « ... Des deux méthodes de se procurer de l'argent... l'expérience nous a démontré que la méthode de « l'emprunt continu » est la meilleure... Elle n'apporte que les plus minimes perturbations dans le fonctionnement des arrangements financiers en général. Elle est la meilleure aussi, parce qu'elle fournit par elle-même la preuve de la puissance de soutenir l'effort dont dépend l'issue de la guerre... »

On se garda bien d'ailleurs d'augmenter dans la même mesure que dans le passé le montant de cette Dette flottante.

(1) L'ECONOMISTE FRANÇAIS : *Lettres d'Angleterre*. Mars et avril 1917.

Le 31 décembre 1917 la circulation des Treasury Bills n'était que de £ 1.058,2 millions (26.430 millions de francs) en diminution de près de 2 milliards de francs du chiffre correspondant de l'année 1916.

En ce qui concerne les taux de l'escompte, c'est bien les nécessités du moment qui régirent leur fixation.

A la fin du mois de décembre et au commencement du mois de janvier 1918, le taux d'escompte des Bons du Trésor souffrit une nouvelle modification. Fixé à 4 3/4 % pour les Bons à 3 et 6 mois d'échéances en juillet 1917, il fut abaissé à 4 % pour les Bons souscrits à partir de cette période. On encourageait de cette façon le placement des National War Bonds 5 % ; en admettant l'acceptation des souscriptions en Bons du Trésor, on essayait en même temps de consolider la Dette flottante.

Décidément, les Bons du Trésor ne jouissaient plus de la faveur du Gouvernement. Le programme établi par M. Bonar Law en 1917 continue à réagir sur la politique financière du Gouvernement en 1918. Une innovation fut encore introduite : en appréciant les avantages de l'emprunt continu expérimenté avec succès au moyen de l'émission à guichet ouvert des Treasury Bills, le chancelier de l'Echiquier, au lieu d'émettre des emprunts à court terme consolidés ensuite par les grands emprunts de guerre, disposa en octobre 1917 l'émission à guichet ouvert des titres d'emprunt à longue échéance (National War Bonds 5 et 4 %). Cette politique continua jusqu'à la fin de la guerre...

L'émission des nouveaux Bons du Trésor se ralentit ; le montant de leur circulation au 31 décembre 1918 se chiffre à 1.094.740.000 livres sterling (27.368.500.000 francs). L'augmentation nette pendant toute l'année 1918 n'était que de 36.540.000 livres sterling.

Après la guerre, à la différence de ce qui allait se passer en France, la Trésorerie britannique lutta de toutes ses forces pour la réduction de la Dette flottante, réduction qui ne pouvait résulter que de l'existence d'un excédent réel de recettes. « C'est en s'attaquant avec succès au mal insidieux que représente la Dette flottante qu'on parvient à tarir l'une des sources pernicieuses de l'inflation du crédit », disait M. Chamberlain, le nouveau chancelier de l'Echiquier. Il réussit à mettre en pratique ses principes et si le 31 mars 1920 la Dette flottante britannique se chiffrait à 1.312.205.000 livres sterling, le 31 mars 1921 elle n'était que de 1.275.330.000 l. st., soit une réduction nette de 36.875.000 l. st. Ce sont surtout les avances de la Banque d'Angleterre qui furent remboursées, parce que les Bons du Trésor en circulation aux mêmes dates étaient respectivement de £ 1.107.318.000 et 1.120.841.000. Pourquoi ? En avril-mai 1920 les porteurs des Treasury Bills arrivés à échéance ne voulaient plus les renouveler ; on a été forcé de relever à 6 1/2 le taux des Bons, — ce qui d'ailleurs obligea l'Institution centrale à élever l'escompte le lendemain même (1).

Tout porte à croire que l'acquittement ou la consolidation de la quantité respectable des Bons du Trésor en circulation, constitue une des préoccupations importantes du chancelier de l'Echiquier, qui s'efforce par de nouveaux impôts ou par des emprunts à plus long terme, à dégager le marché britannique d'un élément gênant et dangereux de la Dette publique.

Telle a été la politique de l'émission des Bons du Trésor en Angleterre.

Comme partout ailleurs, les Treasury Bills formèrent l'élément principal de la Dette flottante. Productifs et facilement

(1) A. RAFFALOVICH. *Les Finances britanniques*, dans l'ECONOMISTE FRANÇAIS du 22 mai 1921.

négociables, émis à échéances courtes et diverses, ils correspondaient aux besoins du marché, et les disponibilités des grandes institutions bancaires surtout, trouvaient dans ce mode de placement les meilleurs avantages que, par ces temps, un prêt pouvait offrir...

Le Trésor sut s'en servir au moment opportun, en gardant la prudence que le danger d'une Dette flottante considérable lui conseillait. Comprenant mieux peut-être les circonstances, la Trésorerie britannique sut, quand il le fallait, ou quand elle avait un but quelconque à poursuivre, modifier leur mode d'émission et manier adroitement et selon ses intérêts le taux d'escompte des Bons du Trésor. Bien avant la fin des hostilités, tout en appréciant leurs qualités indiscutables, la Trésorerie se rendit compte du préjudice qu'une circulation considérable lui attirerait. Pour ses besoins du moment, elle chercha autre chose et si pendant le temps que la guerre durait encore on se garda bien d'en émettre en grande quantité, après la conclusion de l'armistice, — et tout de suite, — on essaya de réduire le montant des Bons existants, — vestiges de la grande guerre. C'est pourquoi, en Angleterre, une question brûlante et à l'ordre du jour du péril et des mauvaises conséquences d'une Dette flottante considérable, n'existe pas.

CHAPITRE IV

En Allemagne

§ 1. LES BONS DU TRÉSOR EMPLOYÉS COMME COUVERTURE DES BILLETS DE BANQUE.

Lois du 4 août 1914. — Procédé. — Taux d'escompte. — Portefeuille de la Reichsbank au commencement et à la fin de la guerre. — Danger d'un pareil emploi.

L'organisation des finances allemandes pendant la guerre se présente de façon différente.

Un fait nous reste acquis : la mobilisation financière en vue d'un conflit armé, était depuis longtemps et mûrement préparée. M. Ch. Rist, dans son très intéressant ouvrage paru récemment, nous en fait la démonstration claire et concluante. Les Allemands savaient ce qu'ils voulaient ; un programme élaboré d'avance, bien réfléchi et dans lequel toutes les éventualités étaient envisagées, ne pouvait pas nuire à la marche triomphante et couronnée de succès de leurs troupes. Ils avaient tout arrangé, ils s'attendaient aux événements ; il n'y avait que deux choses oubliées dans leurs calculs : la durée inattendue de la guerre et la défaite finale...

Les Bons du Trésor, qui en France et en Angleterre ne constituèrent qu'un excellent moyen de trésorerie et dont l'émission continue drainait vers les caisses de l'Etat, au fur et à mesure de leur création les disponibilités de l'épargne, vont recevoir en Allemagne, — à côté d'un rôle identique, — une toute autre mission.

La Banque d'émission de l'Empire, la Reichsbank, comme

d'ailleurs toutes les banques d'émission, avant la guerre, faisait des avances au Gouvernement allemand. Le Gouvernement, en échange des billets de banque qu'il recevait, lui remettait des Bons du Trésor, qui figuraient dans le bilan de la Banque sous la rubrique « *Effekten* » (1). Ces Bons du Trésor émis par la Trésorerie publique n'étaient pas considérés comme lettres de change aux termes de la loi ; par conséquent, ils ne pouvaient pas servir de « couverture » pour l'émission de billets de banque.

Lorsque la guerre mondiale éclata, la loi bancaire de l'Allemagne était celle-ci : l'encaisse métallique, à la Reichsbank, devait être au moins égale au tiers des billets de banque émis ; la Banque devait avoir dans son portefeuille des lettres de change représentant les deux autres tiers : ces lettres devaient venir à échéance dans les trois mois et porter trois signatures.

« Le Gouvernement allemand avait prévu que, à mesure de la prolongation de la guerre, les lettres de change nationales diminueraient en raison du paiement en numéraire des transactions, et les lettres de change étrangères diminueraient aussi en raison de la diminution des importations et des exportations. Le Gouvernement avait reconnu qu'il serait obligé d'obtenir de la Reichsbank, pour ses besoins de tous les jours, une très grande quantité de billets de banque et qu'il serait nécessaire d'avoir beaucoup de lettres de change comme « couverture » de ces billets (2) ».

Par une loi du 4 août 1914 complétant l'ordonnance relative

(1) Le 31 juillet 1914 leur montant s'élevait à 396 millions de marks (CH. RIST : *Cours professé en 1919-1920 : les Banques d'émission*).

(2) Extrait du rapport présenté aux actionnaires le 29 janvier 1918, par SIR E. HOLDEN, président du London City and Midland Bank Limited : *Les méthodes financières de l'Allemagne*.

à la dette de l'Empire, on autorisa la création des traites (*Wechsel*), émises sur l'ordre du Chancelier par l'Administration de la Dette et portant deux signatures des membres de cette administration, pour pouvoir se procurer des fonds à courte échéance. (Les Bons du Trésor ou *Schatzanweisung* et les obligations ou *Schuldverschreibung* étaient seuls autorisés jusqu'alors) (1).

Par une autre loi du 4 août 1914 portant modification de la loi sur les banques (2), il fut ordonné que les traites engageant l'Empire (*Schatzanweisung* ou *Schatzwechsel*) et même les obligations de l'Empire (*Schuldverschreibung*) seraient considérés comme lettres de change au sens de l'article 17 de la loi de 1875, pourvu qu'ils vinssent à l'échéance dans les trois mois ; en d'autres termes, après avoir été escomptés par la Reichsbank, ils pouvaient servir de « couverture » pour les billets émis par la Banque d'Empire.

(1) BULLETIN DE STATISTIQUE ET DE LÉGISLATION COMPARÉE, 1914, 2^e semestre, page 325.

(2) ARTICLE PREMIER. — Les articles 9 et 10 de la loi sur les banques (Bankgesetz) cessent d'être en vigueur en ce qui concerne la Banque d'Empire.

ART. II. — Les traités qui obligent l'Empire et qui sont à échéance de trois mois au maximum satisfont aux dispositions de l'article 13, chiffre 2, et de l'article 17 de la loi sur les banques, même lorsque lesdites traites n'engagent pas d'autres personnes. (C'est-à-dire que ces traites sont assimilées aux traites à deux signatures : elles peuvent être achetées par la banque et servir de couverture aux billets émis par elle. — Note du BULLETIN DE STATISTIQUE ET DE LÉGISLATION COMPARÉE).

ART. III. — Les obligations (*Schuldverschreibung*) de l'Empire remboursables à leur valeur nominale dans un délai de trois mois au maximum sont assimilées, au sens de l'article 17 de la loi sur les banques, aux traites désignées sous ce même article de ladite loi. (Ces obligations peuvent donc servir de couverture aux billets émis par la Banque d'Empire. — Note du BULLETIN DE STATISTIQUE...)

Par conséquent, les Bons du Trésor impérial (1) allaient remplir dorénavant dans le portefeuille de la Banque d'émission, le rôle tenu jusqu'à ce moment par les lettres de change. Le procédé employé fut le suivant : le Gouvernement apportait à la Reichsbank une quantité quelconque de Bons du Trésor qui n'étaient que des engagements de la part de l'Etat à rembourser à la Banque dans un délai de trois mois les sommes marquées sur ces Bons, moins l'escompte (2). Bien entendu, le Gouvernement pouvait rembourser cette quantité des Bons en empruntant sur d'autres liasses de Bons du Trésor. En échange et en vertu de la nouvelle loi modifiant l'ancienne loi bancaire, la Reichsbank émettait alors ses propres billets de banque, qui seront employés pour payer les engagements du Trésor.

Le crédit de l'Etat soutenait donc la valeur des nouveaux billets de banque, en remarquant toutefois que le Gouvernement était responsable envers la Banque de ses Bons et que la Banque était responsable envers le public de ses billets de banque (3).

Le Gouvernement n'eut pas la faveur d'un taux spécial et il va escompter ses Bons du Trésor au taux d'escompte officiel de 5 % qui, depuis le mois de décembre 1914, allait rester le même pendant toute la durée de la guerre. La Reichsbank réescomptait une partie de ces Bons sur le marché libre au taux du marché, qui est toujours inférieur au taux officiel (4 1/2 %) ; elle rétrocédait, de cette façon, une quantité de

(1) Entre les traites et les Bons du Trésor une différence n'a jamais été nettement indiquée (CH. RIST : Cours professé en 1919-1920) et les *Schuldverschreibungen* émises à échéances de 2, 3, 5 ans, n'ont joué qu'un rôle effacé.

(2) SIR E. HOLDEN : Rapport cité.

(3) SIR E. HOLDEN : Rapport cité.

Bons du Trésor aux grandes banques, aux caisses d'épargne, aux associations industrielles et commerciales, « afin, disait-on, que les banques et d'autres cercles aient la possibilité de placer sûrement leurs disponibilités et qu'en même temps celles-ci soient tout entières réservées pour le service de l'Empire » (*Berliner Tageblatt*, 4 oct. 1915) (1). Un bénéfice considérable en résultait pour la Banque. Le Gouvernement n'allait pas tarder à lui demander à titre d'impôts des sommes très élevées sur ces bénéfices, de sorte que tous ces emprunts à court terme émis par le Gouvernement lui revenaient à un taux moindre que le taux officiel.

Tel fut un des procédés qui pendant la guerre et depuis allaient alimenter d'argent frais les caisses du Trésor.

La différence entre le montant du portefeuille de la Reichsbank au début de la guerre et à sa fin va nous permettre de nous rendre compte approximativement de la somme empruntée par le Gouvernement à la Banque.

Le portefeuille d'escompte qui, le 23 juillet 1914, s'élevait à 751 millions de marks, change de nom au cours de la guerre et le 30 novembre 1918 le portefeuille d'escompte et Bons du Trésor s'élève à 22.133 millions de marks (2). La différence est évidemment considérable. Les lettres de change

(1) CH. RIST : *Les Finances de guerre de l'Allemagne*, pages 86 et 87.

(2) La collection de l'ECONOMISTE EUROPÉEN.

Voilà les chiffres du portefeuille escompte et de la circulation fiduciaire de la Reichsbank à la fin de chaque année de guerre :

		Portefeuille escompte et Bons du Trésor		Circulation fiduciaire	
au 31 décembre	1914	3.936.568.000 marks		5.045.899.000 marks	
— 30 —	1915	5.803.200.000 —		6.917.600.000 —	
— 30 —	1916	9.609.600.000 —		8.078.400.000 —	
— 30 —	1917	14.596.000.000 —		11.468.000.000 —	
— 29 —	1918	27.416.000.000 —		22.188.000.000 —	

Il convient de remarquer l'augmentation formidable du portefeuille escompte et Bons du Trésor après la conclusion de l'armistice.

disparurent presque complètement. Les affaires traitées au comptant et l'absence de moratorium, qui fut un trait caractéristique de la mobilisation financière allemande, nous permettent d'affirmer que presque la totalité de cette somme était représentée par des Bons du Trésor escomptés.

Aucun autre pays n'employa pendant la guerre le système institué en Allemagne : si la Banque de France ou la Banque d'Angleterre faisaient des avances à leurs gouvernements, elles avaient le soin de spécifier clairement dans leurs bilans le montant de ces avances, sans éprouver le besoin de cacher la situation réelle et sans adopter un mauvais procédé pour garantir l'émission de leurs billets de banque. Parce que, l'émission des billets de banque contre des Bons du Trésor est, en principe, dangereuse et nuisible. Le crédit de la Banque n'est plus que le crédit de l'Etat ; et l'Etat n'est jamais sûr de pouvoir rembourser les Bons du Trésor arrivés à échéance. Un autre emprunt s'impose ; d'autres Bons du Trésor vont être escomptés et le processus de décomposition du crédit de l'Etat et de la Banque commence. La chose, comme on va d'ailleurs le voir, arriva en Allemagne.

§ 2. LES BONS DU TRÉSOR EMPLOYÉS POUR PROCURER LES RES-
SOURCES NÉCESSAIRES SOUS FORME D'APPEL AU CRÉDIT
PUBLIC.

L'abondance des disponibilités ; leur absorption par la souscription aux Bons du Trésor. — Consolidation des Bons et caractéristiques de la politique d'emprunt en Allemagne. — Dette publique et montant des Bons du Trésor au 31 décembre 1918.

Les Bons du Trésor, à part leur emploi spécial de couverture aux billets de banque, furent utilisés par le Gouver-

nement allemand pour lui procurer les ressources nécessaires, sous la forme d'appel à l'épargne du pays.

Emis à une échéance variant de moins de 4 semaines à un maximum de 3 mois, les Bons du Trésor constituèrent pendant la guerre le grand instrument de crédit de l'Allemagne (1).

Comment le Gouvernement en usa-t-il ?

L'épargne du pays se chiffrant annuellement à 10 milliards de marks environ, pendant le temps de paix, se plaçait régulièrement dans l'industrie et le commerce allemand. Pendant la guerre, elle devenait disponible.

Des restrictions aux dépenses et aux consommations furent imposées ; les réserves qui en résultaient, s'accumulaient dans les dépôts des particuliers.

Le commerce, du fait du blocus, cessa son développement magnifique ; les marchandises qui, en stocks considérables depuis longtemps occupaient les entrepôts, furent liquidées. Les industries de guerre réalisaient de gros bénéfices et le papier-monnaie était émis en grande quantité (2).

La conséquence immédiate de toutes ces opérations, était l'abondance sur le marché de capitaux disponibles, qui ne demandaient qu'un placement sûr et productif

Le Gouvernement en profita, et sut par une habile propagande drainer vers les caisses du Trésor toutes ces disponibilités. Les grandes banques, les caisses, les coopératives de crédit, les capitalistes et le grand public répondirent à l'appel de l'Etat, en souscrivant aux Bons du Trésor, qui de cette façon apportaient à l'Etat l'argent frais dont il avait besoin.

Le placement de leurs dépôts en Bons du Trésor était certainement avantageux pour les particuliers. Les Bons pro-

(1) CH. RIST. *Les Finances de guerre de l'Allemagne*, page 86.

(2) CH. RIST. *Op. cit.*, page 66 et s.

duisaient en général un intérêt de $4\frac{1}{2}\%$, et pouvaient être acceptés à la souscription des nouveaux emprunts plus favorables. Mais, pour l'Etat, le grossissement de la Dette flottante devenait menaçant et dangereux. Une consolidation des emprunts à court terme s'imposait pour parer à ce péril ; d'où, la nécessité de l'émission des grands emprunts de guerre.

La politique d'emprunt de l'Allemagne fut la suivante :

a) laisser s'accumuler les disponibilités du public dans leurs réservoirs habituels : banques, caisses d'épargne, coopératives de crédit ; b) les absorber au fur et à mesure de leur création au moyen de l'émission des Bons du Trésor à court terme, qui pour les institutions citées constituent le placement le plus liquide ; c) et périodiquement de six mois en six mois demander au public à titre définitif une partie des sommes récupérées en consolidant ces emprunts à court terme par l'émission d'un grand emprunt (1).

Les Bons du Trésor absorbaient donc les disponibilités et produisaient donc de l'argent frais au Trésor, après quoi, de temps en temps, ils étaient consolidés dans des emprunts à longue échéance. Une remarque doit être faite : le choix d'un autre placement eût été impossible. L'Etat avait mis des entraves aux transactions de Bourse, avait suspendu les émissions publiques des Etats particuliers, des communes et des départements. Les Bons du Trésor seuls s'offraient au placement des capitaux. Une deuxième remarque à faire, c'est que, à la différence de ce qui arriva en France où le Trésor se mit en contact direct avec le public pour la souscription des Bons de la Défense nationale, en Allemagne on s'est adressé surtout aux grandes institutions bancaires qui possédaient l'épargne du grand public.

(1) CH. RIST. *Op. cit.*, pages 85 et 86.

Les neuf grands emprunts allemands effectués pendant la guerre ont été essentiellement des emprunts de consolidation. Une bonne partie des souscriptions était remise aux caisses de l'Etat en Bons du Trésor échus. « Les échéances des Bons et des traites, dit M. Rist dans son ouvrage, étaient à dessein calculées de manière à coïncider autant que possible avec la date toujours prévue à l'avance de l'emprunt et à faciliter ainsi la compensation ». Dans les bilans des grandes banques l'opération se traduisait par une diminution sensible des dépôts et du portefeuille. Les Bons non encore échus pouvaient être souscrits aux emprunts: leurs possesseurs les escomptaient à la Reichsbank et leur produit était affecté à la couverture des souscriptions. Les bilans de la Reichsbank pendant la période de chaque emprunt portent l'indication de ces opérations.

Les trois quarts de chaque emprunt étaient souscrits de la même façon : en Bons et traites du Trésor. Il entrait très peu d'argent liquide dans la composition du total. D'ailleurs, on n'en avait pas besoin. Cet argent rentrait dans les caisses de l'Etat au fur et à mesure des dépenses à faire par l'émission des Bons du Trésor. L'argent frais obtenu par le moyen d'un grand emprunt aurait été nécessaire, par exemple, pour rembourser les avances de la Reichsbank ; mais, comme on ne pensa pas à le faire pendant la guerre, on trouvait préférable de l'avoir du jour au jour, qu'en grande quantité, et en une seule fois. Les chiffres officiels donnés par le Trésor et indiquant les résultats des emprunts, ne nous montrent jamais la décomposition des souscriptions en Bons du Trésor et en numéraire, comme on l'a toujours fait en Angleterre et en France.

Tel fut le deuxième emploi des Bons du Trésor dans les finances de guerre allemandes.

D'après un tableau donné par le *Denkschrift* N° 158 du

12 mars 1919, la Trésorerie allemande avait dû se procurer en « moyens de couvertures extraordinaires » du 1^{er} août 1914 au 31 décembre 1918, une somme totale de 147.300 millions de marks.

Cette somme avait été fournie pour :

344.500.000 marks	par le Trésor de guerre ;
91.938.600.000	— les emprunts (défalcation faite par les rachats) ;
55.059.200.000	— l'escompte des Bons du Trésor.

A la date du 31 décembre 1918, la Dette de l'Empire se décomposait :

Dette d'avant-guerre 4.732 millions de marks

Dette de guerre :

a) Dette fondée :

Obligations 5 %....	77.780	—	—
Bons du Trésor 5 %.	2.320	—	—
— 4 1/2 %.	8.888	—	—
	88.988	—	—

b) Dette flottante :

(Bons du Trésor)...	55.060	—	—

Total de la Dette..... 148.780 — —

Une partie de ces Bons était dans les mains du grand public, une autre partie, la moitié presque, constituait le portefeuille d'escompte de la Reichsbank, garantie et couverture des billets de banque émis.

La quantité des Bons du Trésor était évidemment trop grande. Pour assainir les finances publiques et pour écarter le danger auquel une pareille dette flottante exposait le crédit

de l'Etat, il fallait s'arrêter, renoncer aux appels à la Banque et à l'émission continue des emprunts à court terme. Petit à petit et à mesure des disponibilités obtenues par l'augmentation des impôts, on aurait tâché de rembourser une partie des Bons du Trésor, en renouvelant les autres ; ou, on aurait émis des grands emprunts de consolidation qui auraient débarrassé le marché d'une encombrante circulation flottante de papier à court terme.

§ 3. EMPLOI DÉMESURÉ DES BONS DU TRÉSOR APRÈS LA GUERRE.

Situations de la Dette flottante et de la Reichsbank à diverses dates. — Le danger résultant de la continuation d'une pareille politique.

Si pendant la guerre, l'Empire avait émis des emprunts pour couvrir ses besoins d'argent et de ce fait retarder le moment où il augmenterait les charges du contribuable, la chose n'était plus possible. Il fallait imposer et frapper les grandes fortunes et leurs revenus. M. Erzberger, le nouveau ministre des Finances du Reich, essaya ; il essaya même d'émettre un grand emprunt de consolidation (à lots). Le résultat fut piteux. On souscrivit pour 3.334 millions de marks, somme qui nous indique d'ailleurs le peu de confiance du public et le bouleversement général produit par la défaite.

Les besoins du Reich étaient considérables ; les impôts ne rentraient pas ou n'étaient pas suffisants ; la défaite exigeait ses réparations.

Avec la pensée secrète de ne pas tenir ses engagements, le Gouvernement allemand n'hésita pas entre les bonnes et les mauvaises mesures.

Pour faire face aux nécessités d'argent, en sachant bien

qu'il détruisait en même temps le crédit de l'Etat, le Trésor émit en quantités formidables des Bons du Trésor. Il les escomptait à la Reichsbank en provoquant la chute continue du mark, qui parvient à valoir sur la place de Paris juste 5 centimes, ou il les répand à profusion sur le marché en les plaçant chez les banquiers et en fournissant diverses garanties avec leur aide.

Quelques dates vont nous montrer le désastre de plus en plus grand des finances publiques allemandes après la conclusion de la paix.

Au 31 mars 1920, la Dette fondée d'avant et d'après-guerre se chiffrait à 91.084 millions de marks. La Dette flottante composée à peu près exclusivement par des Bons du Trésor escomptés, se chiffrait à 91.500 millions de marks (1).

Au 30 septembre 1920, dit M. le Dr Wirth dans son discours au Reichstag du 27 octobre 1920, si la Dette totale de l'Allemagne s'élève à 288 milliards de marks, les Bons du Trésor escomptés ou fournis comme garanties diverses s'élèvent au chiffre étourdissant de 156.625 millions de marks.

Et enfin une note parue dans un journal financier de Paris le 10 octobre 1921, nous informe qu'à la fin du mois de septembre 1921, la Dette flottante comprenant toutes sortes de Bons du Trésor escomptés se chiffrait à 240.440 milliards de marks (2).

La Reichsbank qui, le 31 décembre 1920, avait un portefeuille de 60.633.600.000 marks, composé comme on le sait d'effets du Trésor, voyait s'élever sa circulation fiduciaire à 68.804.800.000 marks. Le 30 septembre 1921 son portefeuille

(1) BULLETIN DE STATISTIQUE ET DE LÉGISLATION COMPARÉE, 1920.

(2) « LE TEMPS » du 4 janvier 1922 nous informe que, « la dette flottante (allemande), en y comprenant seulement les Bons du Trésor qui ont été escomptés, s'élevait le 20 décembre à près de 238 milliards ».

escompte et Bons du Trésor s'éleva à 99.564 millions de marks en face d'une circulation fiduciaire de 86.384 millions de marks.

Où le Trésor allemand pense-t-il s'arrêter ? Et quand, enfin, il sera convaincu du désastre qui chaque jour augmente davantage, quelles mesures croit-il devoir prendre pour rembourser la quantité considérable des Bons du Trésor répandus en public ou donnés en gage à la Reichsbank ?

En tout cas, une longue période de gêne et d'embarras extrême attendent désormais les finances du Reich. Si en détruisant son crédit et en courant vers la faillite volontaire qu'elle paraît désirer, l'Allemagne apporte quelques entraves aux réparations qu'elle doit aux Alliés, on se demande de quelle façon elle va conjurer le danger immense qui l'attend à l'intérieur même du pays. Que va-t-elle faire quand les porteurs des Bons, perdant toute confiance dans le crédit de l'Etat, réclameront très haut le remboursement en espèces de leurs titres ? Une seule issue s'offrira encore : la planche aux assignats, le paiement des Bons du Trésor en billets de banque. La circulation fiduciaire triplera, le pouvoir d'achat du mark, tant à l'extérieur qu'à l'intérieur, baissera de la même façon que celui de la couronne autrichienne et du rouble russe. Le coût de la vie augmentera, les exigences des salariés seront d'autant plus fortes, le marasme des finances publiques plus grand, — et un bouleversement général politique et social paraît devoir couronner l'œuvre de destruction et de faillite entreprise à dessein par les conducteurs du Reich. L'arme est à deux tranchants ; et si, pour le moment, en escomptant un résultat, on a négligé d'envisager ces conséquences, la surprise sera douloureuse.

CHAPITRE V

Les Bons du Trésor et leur emploi en Roumanie.

NÉCESSITÉ D'ENVISAGER LA POLITIQUE D'EMPRUNT EN GÉNÉRAL

— DETTE PUBLIQUE ET BONS DU TRÉSOR AVANT LA GUERRE.

— OPÉRATIONS FINANCIÈRES PENDANT LA NEUTRALITÉ DE LA

ROUMANIE. — PENDANT LA GUERRE : ÉMISSION DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE. — LA POLITIQUE DE L'EMPRUNT ET

SPÉCIALEMENT DES BONS DU TRÉSOR APRÈS L'ARMISTICE ET LA CONCLUSION DE LA PAIX. — OBSERVATIONS ET CONSIDÉ-

RATIONS RELATIVES AU PLACEMENT DES BONS DU TRÉSOR A L'ÉTRANGER.

Pour pouvoir bien nous rendre compte de l'emploi des Bons du Trésor, il faut envisager la politique d'emprunt de la Roumanie telle qu'elle a été comprise et appliquée surtout pendant et après la guerre de 1914-1918.

Un trait caractéristique qui va se vérifier d'ailleurs dans la situation de la Dette publique aux différentes époques, c'est le recours continu de l'Etat roumain à l'épargne extérieure et le modique appel qu'on a fait à l'épargne du pays, malgré l'existence des capitaux disponibles et prêts à souscrire aux emprunts. Si, pendant la période de formation du nouvel Etat, un pareil procédé était explicable et excusable faute de

disponibilités du marché roumain, plus tard et de nos jours, il constitue la lourde faute des financiers qui ont mal apprécié les circonstances et qui ont tablé sur le développement et la réorganisation rapide de la production, malgré la situation précaire du pays.

Procédons méthodiquement :

La Dette publique roumaine s'élevait, le 1^{er} avril 1914, à 1.731.008.329,75 lei se décomposant comme suit :

Dette intérieure consolidée	Lei	133.862.425,05
— — flottante		45.000.000 »
— extérieure consolidée		1.552.145.877,70
— — flottante		Néant

Total Lei 1.731.008.329,75

D'après le tableau cité, on peut bien voir que la Dette intérieure ne représente qu'un dixième de la Dette extérieure qui était complètemnet consolidée et en bonne voie d'amortissement, si l'état des choses avait continué et si le bouleversement mondial n'avait pas eu en Roumanie, comme partout, les répercussions connues (1).

Les Bons du Trésor en circulation à la date indiquée, — le 1^{er} avril 1914, — ne se chiffraient qu'à 16.939.000 lei, le reste d'un emprunt de 70 millions contracté en 1913, en Bons du Trésor 4 % (2).

(1) Le budget de 1911 réalisait un excédent de 110.391.665 lei

— 1912 — — 90.480.000 —

— 1913 — — 96.243.000 —

(2) *Les Forces économiques de la Roumanie*. Banque Marmorosch Blank, Bucarest, 1920.

C'est dans cette situation que la guerre européenne va trouver la Roumanie.

Une période prospère s'écoulera pendant les deux ans que la Roumanie resta neutre. Riche en céréales, riche en pétrole, ceux qui en avaient besoin lui payaient ses produits en or, de sorte que ses finances s'améliorent chaque jour. La Banque Nationale de Roumanie triple à peu près sa couverture or des billets de banque et les disponibilités, en grande quantité, sur le marché, ne demandaient qu'un placement. L'Etat en offrit un : l'emprunt national de 1916, 5 %, le premier grand emprunt contracté en Roumanie, qui fit la preuve que l'épargne roumaine pouvait très bien aider l'Etat, si on la ménageait et si on lui donnait la possibilité de se former pour concourir ensuite aux difficultés financières du Gouvernement. L'emprunt fut souscrit largement ; son produit fut de 400 millions de lei, — la somme d'ailleurs qu'on en attendait.

Pendant ce temps de la neutralité, l'Etat fit appel à la Banque Nationale qui lui accorda des avances pour 400 millions de lei et contracta trois emprunts extérieurs en Bons du Trésor : deux en Angleterre, le 15 décembre 1914 et le 15 juin 1915 pour un total de 12 millions de livres sterling, contre des Bons du Trésor remis à la Banque d'Angleterre et un en Italie, se chiffrant à 10.012.500 livres, contre des Bons 6 % remis à la Banque d'Italie.

La Roumanie entra en guerre le 28 août 1916.

Les sommes produites par les emprunts émis de 1914. en 1916, nécessaires à l'armement et à la préparation de la guerre prochaine, étaient dépensées. Il fallait trouver de nouvelles ressources et comme la situation politique et militaire ne permettait pas de s'adresser au grand public, c'est la Banque

d'émission qui supporta en grande partie l'effort. Jusqu'au 18 novembre 1918, la Banque Nationale de Roumanie avançait au Gouvernement une somme de 1.200 millions qui, ajoutés aux 400 millions empruntés en 1914-1915, élevaient la dette envers la Banque au total de 1.600 millions.

On fit appel à l'extérieur et toujours contre des Bons du Trésor remis à la Banque d'Angleterre (le 7 mars 1917), on contracta un emprunt de 10 millions de livres sterling.

Malgré la situation difficile dans laquelle se trouvait alors la Roumanie, le Gouvernement essaya, en imitant le système d'émission qui eut tant de succès en France, de faire appel au grand public, aux gros capitalistes surtout, pour souscrire aux Bons du Trésor, dénommés, comme en France, Bons de la Défense nationale. Produisant un intérêt de 5 %, ces Bons offraient aux souscripteurs les mêmes avantages qu'ils offraient en France. Leur placement continua jusqu'en 1919 ; le résultat ne fut pas brillant. Pendant tout ce temps on émit pour 150 millions de Bons de la Défense nationale. L'échec était évident et expliquait parfaitement la situation : la moitié du royaume, la partie la plus riche de la Roumanie, était occupée par les Allemands et sur le front de bataille les armées russes commençaient leur désagrégation. Peut-être aussi la propagande nécessaire à l'inauguration d'un pareil système ne fut-elle pas suffisante. Le fait est que peu de monde, parmi ceux qui auraient pu placer une partie de leurs disponibilités en Bons du Trésor, savait même que le Gouvernement de Jassy avait décidé l'émission des Bons de la Défense nationale, qui présentaient des avantages capables de faire sortir les billets de banque de leurs cachettes.

Après la conclusion de l'armistice et de la paix, une période plus difficile encore pour les finances publiques va s'écouler.

Le territoire délivré de l'ancien royaume, pillé et exploité

sans pitié par les armées d'occupation, la destruction méthodique de l'industrie naissante et florissante de la Roumanie, l'union des pays sœurs, vont nécessiter des dépenses considérables qui, évidemment, ne pouvaient pas être couvertes par le produit de l'impôt qui, insuffisant et n'ayant subi aucune modification depuis le début de la guerre, ne rentrait même pas.

Le déficit mensuel se chiffrait à 256 millions de lei, somme qui devait être obtenue par le recours à l'emprunt, tant qu'on ne se décidait pas à l'augmentation et au contrôle sérieux de la rentrée des impôts.

En 1919, on émit un deuxième grand emprunt intérieur à longue échéance, l'emprunt de l'Union 5 %, qui produisit 900 millions. Un troisième emprunt émis en 1920, l'emprunt de la Réfection 5 %, procura à l'Etat une somme de 2.300 millions de lei. Les avances de la Banque d'émission atteignaient le 31 mars 1921 11.800 millions. L'augmentation des appels à la Banque était certainement trop grande. L'excuse consiste dans le fait que, 7.500 millions ont été nécessaires à l'unification monétaire en Roumanie : les roubles russes, les couronnes autrichiennes et les billets de la Banque générale roumaine émis pendant l'occupation allemande, ne pouvaient plus circuler dans le pays et devaient être échangés contre des lei, pour l'assainissement de la circulation fiduciaire.

Quel fut l'emploi des Bons du Trésor pendant cette troisième période et jusqu'au 1^{er} mars 1921 ?

Du montant des Bons de la Défense nationale qui, en 1919, s'élevait à 150 millions, il ne restait plus en circulation que 65 millions en voie d'amortissement.

Un fait intéressant doit être signalé : le courant démocratique qui, depuis longtemps déjà, s'affirmait victorieux à l'intérieur du pays, eut une conséquence importante pour l'économie nationale de la Roumanie : les terres des grands

propriétaires furent expropriées en faveur des paysans. La nouvelle loi agraire provoquait indirectement, — à part le « chômage » des énergies appréciables qui, pour le moment, ne savaient pas où diriger leur désir de production et de travail intense, — l'affluence sur le marché d'une considérable quantité de capitaux disponibles et en quête de placement. Autrefois, c'était l'exploitation des gros domaines qui nécessitait des emprunts ; aujourd'hui la petite propriété morcellée s'en passait. La circulation fiduciaire était telle que l'Etat, par une prudente politique, par de sérieux avantages offerts et par la sécurité et la confiance que ses engagements inspiraient, pouvait s'en servir pour se procurer les ressources nécessaires au pays, sans faire appel continuellement à la Banque d'émission (2.700 millions entre le 1^{er} janvier 1919 et le 1^{er} mars 1921, — à côté de 7.500 millions pour l'unification monétaire). Il émit deux emprunts ; ce n'était pas assez. Les capitaux étaient là qui demandaient un placement. On nous dira que c'est la confiance du public qui faisait défaut. Le public avait raison et voilà pourquoi. Ce n'est qu'en 1921, (depuis 1916) qu'une situation exacte et honnête de la gestion financière fut portée à la connaissance de tous. Ce n'est qu'en 1921, qu'un budget régulier fut constitué pour l'édification de ceux qui demandaient des éclaircissements sur la situation des finances publiques.

Le Gouvernement continua donc sa politique d'appel à la Banque d'émission en ruinant le pouvoir d'achat de sa monnaie. Les disponibilités se dirigèrent d'un autre côté : de grandes banques furent constituées ; les autres grandes institutions financières augmentèrent leur capital en émettant des nouvelles actions, de sorte que l'épargne ancienne ou nouvellement formée, au lieu de servir à l'Etat, allait là où les garanties étaient moindres et les risques beaucoup plus grands. Le ministère des Finances s'en rendit compte plus

tard : et pour pouvoir rattraper quelques avantages perdus, il réussit à convaincre les grandes banques à lui accorder un emprunt de 450 millions de lei en Bons du Trésor. Le 1^{er} mars 1921, le montant de ces Bons en circulation s'élevait à 280 millions, de sorte que la circulation totale des Bons du Trésor et de la Défense nationale dans le pays se chiffrait, à cette date, à 345 millions de lei. Les avances de la Banque Nationale s'élevant à 11.800 millions, la Dette intérieure flottante, le 1^{er} mars 1921, était de 12.150 millions de lei.

Mais l'emploi important des Bons du Trésor ne se fit pas à l'intérieur du pays, comme nous l'avons d'ailleurs vu. Plus que les deux périodes antérieures, la période d'après l'armistice et la conclusion de la paix se caractérise par l'appel constant qui a été fait aux pays étrangers et à leurs épargnes, et par l'emploi des Bons du Trésor à la conclusion de ces emprunts à court terme.

Un emprunt de 200 millions de francs fut accordé par le Gouvernement français au Gouvernement roumain, pour le paiement de ses coupons en France et dans les pays alliés ; des Bons du Trésor furent remis à l'Etat français comme garantie de l'engagement contracté.

Pour le ravitaillement, les locomotives, l'armement et les diverses dépenses que l'Etat avait à faire à l'étranger, on émit à partir du 18 novembre 1918 jusqu'au 1^{er} mars 1921, pour 2.110.432.981,83 lei (au pair) de Bons du Trésor 8,50 % en diverses monnaies, de sorte que le montant de la Dette flottante extérieure composée exclusivement par des Bons du Trésor à diverses échéances, le 1^{er} avril 1921, se chiffrait à 2.875.284.981,83 lei (au pair).

Une décomposition de cette Dette flottante extérieure, d'après les monnaies étrangères dans lesquelles les Bons du Trésor ont été libellés, serait intéressante :

	En monnaie étrangère	En lei au pair
Francs français...	955.620.349,80 —	955.620.349,80
— belges ...	53.704.259,67 —	53.704.259,67
— suisses ...	2.000.000 » —	2.000.000 »
Livres sterling ...	33.750.737.12,7 —	851.193.570,52
Lires italiennes ..	100.984.427,09 —	100.984.427,09
Dollars	93.611.785,64 —	498.950.817,45
Marks	70.000.000 » —	88.200.000 »
Couronnes suédois.	6.246.696,65 —	8.307.996,54
— tch. slov.	285.000.000 » —	285.000.000 »
Escudos	941.192,86 —	2.447.101,43
Pesetas	28.876.459,33 —	28.876.459,33
Total.....		Lei 2.875.284.981,83

La Dette générale publique de l'Etat roumain, le 1^{er} avril 1921, s'élève à 20.311.293.311,58 lei (1).

Dette intérieure consolidée	Lei 3.733.862.452,05
— — flottante	12.150.000.000 »
— extérieure consolidée	1.552.145.877,70
— — flottante	2.875.284.981,83
Total.....	Lei 20.311.293.311,58

Les Bons du Trésor nous intéressant particulièrement, quelques observations doivent être faites :

1) *Les Bons du Trésor ont été employés beaucoup plus à l'étranger qu'à l'intérieur du pays.*

(1) Nous citons les chiffres donnés par « *Le projet du budget général de l'Etat pour l'exercice 1921-1922* », (Texte roumain.) Bucarest, 1921.

Pourquoi ? L'Etat avait besoin de disponibilités dans les pays alliés ou neutres pour satisfaire aux dépenses nécessitées par l'armement, le ravitaillement et la réparation du matériel roulant complètement détruit par l'occupation allemande. A l'intérieur du pays, l'application intelligente d'un système qui a donné de si bons résultats ailleurs, pouvait et peut encore trouver en Roumanie un terrain admirable. Ce serait un moyen de couvrir une partie des dépenses extraordinaires qui, malgré tout, figureront longtemps dans le budget de l'Etat, — et un essai de réduction de la circulation fiduciaire si considérable dans les derniers temps.

2) *Les Bons du Trésor libellés en monnaie étrangère, furent une des causes de la chute du leu sur les marchés extérieurs.*

Le Gouvernement roumain imprévoyant et calculant mal les ressources dont pouvait disposer le pays, a commis la lourde faute de contracter à l'étranger des emprunts à courte échéance pour ses besoins, au lieu de contracter des emprunts à longue échéance qui lui auraient apporté la tranquillité nécessaire. Les Bons du Trésor arrivés à échéance n'ont pas pu être payés ; leur renouvellement n'étant pas consenti par les possesseurs (les Bons du Trésor entre les mains des particuliers s'élevaient à 1.527.897.123,35 lei au pair) et ceux-ci désirant à tout prix réaliser leur créance, les Bons du Trésor jetés sur le marché à un prix dérisoire eurent l'influence néfaste que nous connaissons.

3) *Les Bons du Trésor placés à l'étranger, constituent actuellement pour la Roumanie un des plus angoissants problèmes à résoudre.*

L'impossibilité dans laquelle le Gouvernement roumain s'est trouvé de faire face aux obligations contractées à l'étranger, eut pour conséquence immédiate la crise du crédit roumain sur les marchés européens. Du total de la Dette flottante

extérieure, 1.347.387.858,48 lei — au pair — représentaient les créances des gouvernements alliés envers l'Etat roumain. L'acquittement de ces Bons du Trésor arrivés à échéance pourrait bien être ajourné par une convention conclue entre les Etats, mais que faire et comment répondre aux exigences des particuliers, qui détenaient 1.527.897.123, 35 lei — au pair — de Bons du Trésor, devant arriver à leur échéance au plus tard le 31 mars 1922 ?

C'est là que l'imprévoyance des gouvernants, qui ont tablé sur un développement rapide de la production agricole permettant une compensation immédiate, paraît évidente.

La Roumanie sortait de la guerre meurtrie et ayant beaucoup souffert : son industrie pétrolière, une de ses principales ressources, s'en ressentait vivement, les transports étaient complètement désorganisés, la production agricole, à cause du morcellement des terres, pour le moment au moins, ne pouvait pas être ce qu'elle était avant la guerre. Certainement la Roumanie est un pays riche : mais en étant trop optimiste et en ayant beaucoup de confiance dans l'avenir, il faut bien parer aux dangers reconnus et ne pas se hasarder dans une voie périlleuse.

Le fait est qu'actuellement le total de la Dette flottante extérieure, représente une lourde charge dans les finances publiques. Comptée au cours du change, qui actuellement paraît s'être stabilisé autour de 10 centimes français le leu, le montant approximatif de ces Bons du Trésor placés à l'étranger s'élève à 29 *milliards de lei*.

C'est beaucoup.

C'est pourquoi des démarches et des pourparlers ont été décidés auprès des gouvernements alliés et de quelques grandes banques en relation depuis longtemps avec le Gouvernement roumain. Les Bons du Trésor des Etats seront renouvelés et une consolidation totale des Bons des particuliers sera

effectuée à l'aide du concours des susdites banques. Evidemment, les conditions ne seront pas avantageuses ; mais c'est un sacrifice qu'on doit s'imposer, pour réparer et pour rétablir le crédit public si ébranlé dans les derniers temps.

Une politique prévoyante s'impose.

Ce n'est pas en appelant continuellement à la Banque d'émission et en contractant des emprunts à court terme à l'étranger en monnaie étrangère, alors que le cours du change de la monnaie nationale est si bas, qu'on réussira à améliorer la situation financière. Ce n'est pas en escomptant toujours la récolte agricole future qu'on arrivera à pouvoir payer les engagements du Trésor. La preuve en est faite : l'agriculteur se refuse à cultiver sa terre, du moment qu'il s'attend à la réquisition plus ou moins partielle de son blé.

Des impôts raisonnables, la liberté absolue accordée aux producteurs de toutes catégories, une saine politique d'emprunt avec la consolidation immédiate et sous n'importe quelles conditions de la Dette flottante extérieure, la cessation de l'appel continu à la Banque d'émission, — voilà le chemin à suivre pour assainir les finances publiques, voilà les remèdes de la crise économique roumaine.

CONCLUSION

Telle fut la politique des Bons du Trésor dans l'organisation des finances publiques des principaux belligérants pendant la guerre.

Employés par les Trésoreries dans leurs relations avec les grandes institutions bancaires, les chambres de commerce et les diverses compagnies prêtes à souscrire à un placement productif et à court terme, pendant la grande guerre, leur utilisation et le système de leur émission vont subir une transformation par l'appel direct que l'Etat fera au grand public : les Bons du Trésor, réservés jusqu'à maintenant à la haute finance, vont être démocratisés.

Par les avantages qu'ils offriront, déterminant l'épargne à se former et attirant toutes les disponibilités et les capitaux en quête d'un placement, les Bons du Trésor formeront une des principales ressources des Etats.

En France, particulièrement, l'appel direct au grand public a été dès le commencement instauré ; et si en Angleterre et en Allemagne l'Etat aimait mieux s'adresser aux dépôts des particuliers dans les grandes banques, le résultat fut toujours le même : l'épargne totale du pays contribua grandement à l'alimentation des caisses publiques.

Mais, grossissant le montant de la Dette flottante, leur émission jamais tarie depuis le début des hostilités, leur circulation considérable, exposent les Etats à un danger et une insécurité permanente. Lorsque leur emploi les fait servir de couverture aux émissions incessantes de billets de banque, le péril est encore plus grand, parce qu'on ne peut jamais connaître la fin des nouvelles émissions toujours nécessaires.

Un terme s'impose, et s'il est vrai que la Dette flottante

est une chose utile, l'abus d'un moyen facile pour se procurer de l'argent doit cesser si on ne veut pas compromettre définitivement le crédit public.

Des emprunts de consolidation qui donneront à l'Etat la sécurité d'une date éloignée de remboursement et qui le débarrasseront du soin d'avoir toujours des sommes prêtes pour l'acquittement des Bons venus à échéance ; des impôts productifs, perçus régulièrement, qui fourniront à la caisse du Trésor des disponibilités allouées tout de suite au paiement d'une partie de cette Dette flottante, voilà les mesures auxquelles les gouvernements doivent s'arrêter pour parer à l'effondrement de leurs finances.

« La situation financière des belligérants de la grande guerre ne redeviendra saine que le jour où leur Dette flottante sera descendue à un niveau raisonnable (1) ».

La crise économique mondiale, ajoutons-nous, ne sera écartée que par la disparition sur les marchés d'une quantité considérable de billets à court terme. Si, pendant la guerre, ils ont rendu d'appréciables services, ces billets deviennent nuisibles et dangereux pendant le temps de paix et de reprises d'affaires industrielles et commerciales.

(1) H. Truchy. *Cours d'Economie politique*. Tome II, 1921.

TABLE DES MATIÈRES

	PAGES
CHAPITRE PREMIER. — Les Bons du Trésor, élément principal de la Dette flottante.....	5
Définition. — Circonstances déterminant leur emploi. —	
Conditions de leur émission.....	5
CHAPITRE II. — Les Bons du Trésor et leur emploi en France	11
§ 1. <i>Les Bons du Trésor avant la guerre</i>	
Restauration et Empire. — Guerre de 1870-1871....	11
§ 2. <i>Situation générale financière à la déclaration de la guerre et dispositions prises au commencement des hostilités</i>	13
Dette publique. — L'emprunt de 805 millions de francs. — Emprunts à la Banque de France.....	13
§ 3. <i>Les Bons du Trésor pendant la guerre</i>	15
Elévation du taux d'intérêt des Bons du Trésor....	
Création des Bons de la Défense nationale par le décret du 13 septembre 1914, résultat de l'impossibilité du recours aux impôts, aux emprunts à longue échéance et aux avances continues de la Banque de France ; avantages procurés aux souscripteurs ; succès des émissions ; reproche adressé aux grands capitalistes	15
Utilité et rôle des Bons du Trésor.....	
Leur circulation sur le marché. — Leur quantum dans les recettes publiques. — Leur utilisation pour l'alimentation des caisses des départements et des communes. — Leur emploi au payement des réquisitions. — L'utilisation des Bons du Trésor pour le rétablissement du change et pour l'obtention des disponibilités à l'étranger. — L'aide aux Alliés	21
Le danger des émissions considérables. — Les grands emprunts	36

	PAGES
§ 4. <i>Les Bons du Trésor après l'armistice et la conclusion de la paix</i>	41
Modifications des conditions d'émission des Bons du Trésor. Augmentation de leur circulation. Essai de consolidation : les deux grands emprunts de 1920. Les Bons du Trésor à deux ans. — Le chiffre excessif des Bons provoque des inquiétudes. Solution des inflationnistes. Besoin impérieux de consolider la Dette flottante.....	41
CHAPITRE III. — Les Bons du Trésor et leur emploi en Angleterre	50
§ 1. <i>Politique d'impôt et politique d'emprunt. Recours aux diverses sortes d'emprunts pendant la guerre</i>	50
§ 2. <i>Les Treasury Bills</i>	53
Leur emploi pendant les guerres de la Coalition. Leur utilisation au commencement de la guerre actuelle. Le système de la mise en adjudication par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre. — La méthode d'émission à guichet ouvert et à taux d'intérêt fixé d'avance ; modification fréquente de ce taux ; succès d'une pareille émission. Les inquiétudes de la Cité et le nouveau programme du chancelier de l'Echiquier : enrayment du développement de la Dette à court terme. — Suspension de l'émission des Bons du Trésor ; abandon de la nouvelle méthode et sa réintroduction quelques mois après. — Recours très restreint aux Bons du Trésor jusqu'à la fin de la guerre.....	53
Préoccupation d'après-guerre : réduction rapide de la Dette flottante. — Considérations.....	64
CHAPITRE IV. — En Allemagne	66
§ 1. <i>Les Bons du Trésor employés comme couverture des billets de banque</i>	
Lois du 4 août 1914. — Procédé. — Taux d'escompte. — Portefeuille de la Reichsbank au commencement et à la fin de la guerre. — Danger d'un pareil emploi	66

	PAGES
§ 2. <i>Les Bons du Trésor employés pour procurer les ressources nécessaires au Trésor sous forme d'appel au crédit public</i>	71
L'abondance des disponibilités ; leur absorption par la souscription aux Bons du Trésor. — Consolidation des Bons et caractéristiques de la politique d'emprunt en Allemagne. — Dette publique et montant des Bons du Trésor le 31 décembre 1918.....	71
§ 3. <i>Emploi démesuré des Bons du Trésor après la guerre.</i>	
Situations de la Dette flottante et de la Reichsbank à diverses dates. — Le danger résultant de la continuation d'une pareille politique.....	76
CHAPITRE V. — En Roumanie	79
Nécessité d'envisager la politique d'emprunt en général. — Dette publique et Bons du Trésor avant la guerre. — Opérations financières pendant la neutralité de la Roumanie.....	79
Pendant la guerre : émission des Bons de la Défense nationale. — La politique de l'emprunt et spécialement des Bons du Trésor après l'armistice et la conclusion de la paix.....	81
Observations et considérations relatives au placement des Bons du Trésor à l'étranger.....	86
CONCLUSION	90

BIBLIOGRAPHIE

- ALIX (E.). — *Traité élémentaire de finances et de législation financière française*. Paris, 1921.
- BODET (A.). — *Les emprunts de guerre de 1915-1918*. Poitiers, 1919.
- BOUDON (R.). — *Les finances publiques de l'Allemagne*. Thèse. Paris, 1919.
- COMBAT (F. J.). — *Les finances publiques et la guerre*. Paris, 1915.
- HARISTOY (J.). — *Finances d'après-guerre*. Paris, 1918.
- JÈZE (G.). — *Cours élémentaire de science des finances*. Paris, 1912.
Finances de guerre de l'Angleterre et Finances de guerre de la France : études publiées dans la Revue de science et de législation financière, 1915-1921.
- LACHAPELLE (G.). — *Nos finances pendant la guerre*. Paris, 1915.
Les finances britanniques. Paris, 1920.
La vérité sur notre situation financière. Paris, 1921.
- La Roumanie économique*. Publié par l'Office des études. Ministère de l'Industrie. Bucarest, 1921.
- Les forces économiques de la Roumanie*. Banque Marmorosch Blank et C^{ie}. Bucarest, 1920.
- MARÇÉ (V.). — *Traité de la comptabilité publique*. Paris, 1905.
- MARTIN (E.). — *Histoire financière et économique de l'Angleterre*. Paris, 1912, 2 vol.
- POMMIER (A.). — *La liquidation financière de la guerre*. Thèse. Paris, 1920.
- Proiectul bugetului general al Statului pentru exercitiul 1921-1922*. Texte roumain. Bucarest, 1921.
- PUPIN (R.). — *Richesses privées et finances françaises de l'avant-guerre et après-guerre*. Paris, 1919.
- RIESSER. — *Préparation et conduite financière de la guerre*. Traduction de l'allemand. Paris et Lausanne, 1916.
- RIST (Ch.). — *Cours d'économie politique*. Doctorat 1919-1920.
Finances de guerre de l'Allemagne. Paris, 1921.
- TRUCHY (H.). — *Cours d'économie politique*. Paris, 1921. Tomè II.

PÉRIODIQUES

Bulletin de statistique et de législation comparée. Ministère de Finances.

Bulletin d'études et informations économiques-financières de la Banque Marmorosch Blank et Cie. Bucarest.

Cronica financiara. Bucarest.

Journal Officiel.

Journal des Economistes.

L'Economiste Européen.

L'Economiste Français.

Revue d'économie politique.

Revue économique internationale.

Revue financière universelle.

Revue de science et de législation financière.

L'Information.

Le Temps.

Vu : le Président de la Thèse,
H. TRUCHY.

Vu : le Doyen,
F. LARNAUDE.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
P. APPELL.

